李宁（02331.HK）深度研究报告

品牌纵深乘风破浪，零售升级再起征程

强推（首次）

目标价：29.94 港元

当前价：24.95 港元

- 我们在《赛道优质花并蒂，国际启蒙前路明》、《多元对比以观前路，黄金赛道持续坚挺》、《多点开花志行高远，精耕渠道永不止步》中深入分析了国内外运动服饰行业的发展特征和龙头安踏的发展模式。本篇报告聚焦李宁，我们认为，李宁已通过品牌重塑实现反转，未来将通过渠道零售的进一步升级充分释放产品品牌势能，实现店效稳步提升进而保持稳健增长。
- **李宁：三十而立重塑新生，深耕品牌纵深发展。**李宁结合自身天然品牌优势和前期经验走出独特的品牌深耕型路径，2018 年纽约时装周一炮而红引领国潮发展，各项指标持续向好，成功实现品牌重塑升级。新一任经理人高坂武史的加入或将为李宁注入全新零售血液，预计未来主要通过渠道的精细化提升进一步释放产品品牌势能保持良性增长，打造高效率、高盈利的“肌肉型”企业。
- **行业趋势：优质赛道向阳生，国牌崛起正当时。**国内运动服饰行业增速可观，渗透率和人均消费持续提升下行业发展空间较大。目前行业已形成多重壁垒，集中度较高格局稳定。叠加疫情过后全民健康意识加强、政策扶持、国潮兴起等多重利好趋势，李宁作为运动服饰龙头和国潮领军品牌有望持续受益。
- **核心看点：科技筑基潮添翼，零售发力入青云。**李宁在“单品牌，多品类，多渠道”的战略下全方位聚焦深耕重塑品牌。公司结合自身优势聚焦李宁牌深挖品牌价值，锁定受众广潜力高的五大品类理顺产品线，在持续强化产品功能性壁垒的基础上坚持原创，融入传统文化元素打造产品特色，纽约时装周后引领国潮新时尚筑底回升。渠道方面，公司继续推行零售改革，高效大店策略稳步推进持续优化渠道结构，加强精细化管理提升店效。全方位电商布局实现线上线下联动发展势头良好。未来在新经理人高坂武史的带领下有望实现零售进一步升级，充分释放产品品牌势能实现店效的持续提升。同时，李宁运营效率持续优化，供应链端开始布局自产，大数据、物流加持下效率提升明显。
- **未来增长点：大货稳健童装景气，中国李宁前景可期。**在国内运动服饰行业高景气背景下，李宁持续深化零售改革释放品牌势能，营收有望保持良性增长。具体分品牌来看，李宁大货定位大众市场经营稳健，精细化管理下店效有望稳步提升；李宁 young 在童装高景气趋势下有望以产品品牌力受益；中国李宁根植文化引领潮流，对标斐乐拓展空间较大，发展前景可期。
- **品牌纵深乘风破浪，零售升级再起征程，首次覆盖给予“强推”评级。**李宁通过品牌深耕路线实现重塑新生，在国潮持续、国内运动服饰行业景气的趋势下，其天然独特的品牌价值具备深挖空间，疫情过后有望通过更加精细化的零售管理充分释放产品品牌势能，实现店效稳步提升。因此李宁大货有望保持稳健，李宁 young 和中国李宁有望借助童装和运动时尚的景气趋势实现快速培育。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 15.70、19.62、25.17 亿元，同比增长 4.7%、25.0%、28.3%，对应当前股价 PE 分别为 33、27、21 倍，考虑到公司品牌优势、各方面布局的完善以及零售渠道的持续升级，首次覆盖给予 2020 年 39X 即 29.94 港元/股目标价，并给予“强推”评级。
- **风险提示：**疫情加剧行业竞争和库存压力；渠道零售改革效果不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	13,870	15,005	17,995	21,589
同比增速(%)	32.0%	8.2%	19.9%	20.0%
归母净利润(百万)	1,499	1,570	1,962	2,517
同比增速(%)	109.6%	4.7%	25.0%	28.3%
每股盈利(元)	0.65	0.68	0.85	1.09
市盈率(倍)	34.7	33.1	26.5	20.7
市净率(倍)	7.3	6.3	5.4	4.6

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2020 年 7 月 31 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

未经许可，禁止转载

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资主题

报告亮点

在深入分析李宁目前核心看点的基础上探讨李宁未来可持续发展空间。市场担忧国潮热度带来的快速增长不具备可持续性，我们深入分析李宁的发展逻辑，认为李宁成功引领国潮是其品牌升级下厚积薄发的效果彰显，背后真正的支撑是行业景气趋势下李宁自上而下全方位的变革。目前李宁已实现品牌重塑，未来文化自信料将持续提升，李宁有望在功能性壁垒深化、研发设计能力提升以及品牌天然优势的基础上持续受益国潮。同时，渠道结构优化和精细化管理下提升店效已成为增长的主逻辑，在原优衣库高管高坂武史的加入下，李宁未来有望通过渠道的进一步升级充分释放产品品牌势能，保持李宁大货的稳健增长，借力童装高景气趋势实现李宁 young 的快速发展，并有望通过根植文化的方式重新定义运动时尚，实现中国李宁的快速培育。

投资逻辑

本篇报告深入探讨李宁进行品牌重塑的发展逻辑，基于此分析其可持续增长性与未来增长点。我们认为李宁具备天然的品牌优势，品牌文化深厚具备深挖空间。创始人李宁回归后在全方位重塑品牌的同时继续推行渠道零售改革，多年积淀下借力时装周实现重塑。我们认为，在文化自信持续提升下国潮趋势延续确定性较强，渠道精细化管理下店效的提升成为发展主要动力。随着高坂武史的加入，李宁有望提升终端运营效率驱动营收增长，各品牌或将凭借差异化定位和精细化管理保持良好发展势头。

关键假设、估值与盈利预测

我们选择自由现金流折现模型对公司进行估值定价，主要关键假设为：1）李宁持续推行零售改革优化渠道，门店管理趋于标准化和精细化，疫情过后经销渠道有望在门店小幅扩充下保持店效稳健增长，经销收入预计保持双位数增长；2）公司将通过直营渠道继续深挖核心城市核心商区，在新一代职业经理人管理下有望加码布局直营渠道，疫情过后在门店数量和店效的双重提升下营收有望实现双位数增长；3）疫情期间公司加大对线上渠道的布局，直播电商等新模式快速发展，预计未来继续保持高速增长；4）考虑到公司品牌重塑的显著成果和对营销开支的高效把控，预计未来三年整体毛利率为 49.0%、49.5%、50.0%，销售费率为 31.9%、31.0%、30.0%，净利率为 10.5%、10.9%、11.7%。基于此，我们预计 2020-2022 年主营收增速分别为 8.2%、19.9%、20.0%，归母净利润分别为 15.70、19.62、25.17 亿元，同比增长 4.7%、25.0%、28.3%，对应当前股价 PE 分别为 33、27、21 倍。

目 录

一、李宁：三十而立重塑新生，深耕品牌纵深发展 7
（一）深耕品牌纵深发展，厚积薄发一鸣惊人 7
（二）品牌重塑成效凸显，经营稳健业绩亮眼 9
二、行业趋势：优质赛道向阳生，国牌崛起正当时 11
三、核心看点：科技筑基潮添翼，零售发力入青云 14
（一）战略聚焦：聚焦深耕战略清晰，明晰定位深挖价值 15
（二）品牌重塑：科技筑基潮添翼，营销配合入青云 18
1、核心壁垒：技术迭代巩固壁垒，专业营销强化形象 18
2、时尚潮流：坚持原创营造特色，根植文化引领国潮 20
3、营销配合：借力时装周一炮而红，策略性营销拓宽辐射半径 21
4、品牌持续发展路径：科技筑基潮添翼，九层之台犹可期 23
（三）渠道升级：渠道精耕求极致，零售升级再扬帆 25
1、前期积淀：多渠道协同优化，精细化提升店效 25
2、未来看点：高坂武史加盟追求极致，零售升级驱动增长 29
（四）运营提效：供应基地首自产，运营提效稳前行 32
四、未来增长点：大货稳健童装景气，中国李宁前景可期 34
五、品牌纵深乘风破浪，零售升级再起征程，首次覆盖给予“强推”评级 36
六、风险提示 37

图表目录

图表 1 李宁发展模式 8
图表 2 李宁股权结构图 8
图表 3 李宁发展历程图 9
图表 4 主营收及归母净利润（亿元，%） 10
图表 5 毛利率及净利率变化（%） 10
图表 6 按品牌主营收分布（亿元，%） 10
图表 7 2019 年按地区营收分布（%） 10
图表 8 主品牌按渠道收入分布（%） 11
图表 9 2019 年各品类营收占比（%） 11
图表 10 2015-2019 年李宁门店数及增速（家，%） 11
图表 11 2015-2019 年李宁营运情况 11
图表 12 运动鞋服市场规模及增速对比（亿美元，%） 12
图表 13 不同市场人均运动服饰花费对比（美元） 12
图表 14 中国运动服人均花费情况（美元，%） 12
图表 15 中国运动鞋服渗透率（%） 12
图表 16 国内与国际运动市场 CR5 对比（%） 13
图表 17 2018 年国内市场运动服饰企业市占率（%） 13
图表 18 中国经常参加体育锻炼人数（亿人） 13
图表 19 国家体育产业规模、增加值及增速（万亿，%） 13
图表 20 相关政策支持体育事业发展 13
图表 21 各行业新老品牌在国潮中受益 14
图表 22 运动国潮引领品牌 14
图表 23 李宁回归，与 CBA 再度达成合作 15
图表 24 部分回归、提拔的元老管理层 15
图表 25 “李宁牌”不断丰富完善 15
图表 26 其他多品牌调整 16
图表 27 李宁产品结构图 17
图表 28 产品销售结构变化趋势（%） 17
图表 29 五大品类产品对比 17
图表 30 李宁广告及市场推广开支占比降低（亿元，%） 18
图表 31 2012-2019 年李宁销售费用变化（亿元，%） 18
图表 32 李宁 VS 耐克、阿迪达斯专利申请情况对比 18
图表 33 2010-2020 年李宁专利申请分类占比图 18

图表 34 2009-2019 年研发投入情况（亿元，%）.....19
图表 35 李宁产品科技升级迭代详解.....19
图表 36 李宁主要鞋服科技汇总.....19
图表 37 体育营销资源优渥.....20
图表 38 巴黎时装周设计团队成员.....21
图表 39 李宁产品获得四大设计赛奖项.....21
图表 40 国潮产品演变图.....21
图表 41 国潮产品设计灵感.....21
图表 42 李宁 6 次登陆时装周历程梳理.....22
图表 43 多元营销方式.....23
图表 44 李宁发明与实用新型主要应用领域.....23
图表 45 李宁运动科学研究中心.....23
图表 46 各品牌价格对比.....24
图表 47 李宁先生的体坛成就斐然.....25
图表 48 李宁担任奥运主火炬手&赞助国庆阅兵方阵.....25
图表 49 门店、店效、营收增速对比（%）.....25
图表 50 零售业务平台.....25
图表 51 李宁“多渠道”形成差异化定位.....26
图表 52 2010-2019 年直营门店情况（家，%）.....27
图表 53 2010-2019 李宁销售费用情况（亿元，%）.....27
图表 54 2009-2019 年经销商数量（家，%）.....27
图表 55 2017-2020 订货会情况.....27
图表 56 李宁门店升级前后对比.....28
图表 57 各类型门店店效（万元/家，%）.....28
图表 58 数字化门店.....28
图表 59 数据中台自动检测与分析.....28
图表 60 电商收入及增速（亿元，%）.....29
图表 61 李宁电子商务平台模式.....29
图表 62 体育服饰终端门店数行业领先（家）.....29
图表 63 国内体育服饰门店数量增速放缓（%）.....29
图表 64 高坂武史出任李宁 CEO.....30
图表 65 高坂武史职业履历.....30
图表 66 优衣库 SPA 模式.....31
图表 67 六大战略打造“肌肉型”企业.....31

图表 68 李宁南宁供应基地.....32
图表 69 2019 年安踏、特步、361 度自产鞋服比例（%）.....32
图表 70 新旧产品零售额占比（%）.....32
图表 71 李宁渠道存货结构（%）.....32
图表 72 李宁与京东合作.....33
图表 73 物流供应链升级.....33
图表 74 销售点零售表现（不包括李宁 young）.....34
图表 75 李宁 young 产品结构.....35
图表 76 李宁 young 多元营销方式.....35
图表 77 0-14 岁人口数量及占比（万人，%）.....35
图表 78 不同级别城市家庭育儿支出（万元，%）.....35
图表 79 中国童装市场销售规模及增速（亿元，%）.....36
图表 80 李宁 young 门店数量及增速（家，%）.....36
图表 81 中国李宁系列爆款产品.....36
图表 82 FILA&中国李宁门店数量及增速（家，%）.....36

在国际运动服饰行业报告《赛道优质花并蒂，国际启蒙前路明》中，我们深入分析国际运动服饰行业的发展历程和龙头企业耐克和阿迪达斯的商业模式，我们认为：1）时代背景推动行业发展，能准确把握行业机遇并深耕核心因素的企业将赢得发展先机；国际化和多元化是成熟服饰企业突破营收瓶颈的主要途径，供应链是保障，品牌收购应注意定位与后期运营；2）企业层面，龙头企业耐克和阿迪达斯在持续强化核心优势的同时，把握行业发展趋势积极突破创新，转型时尚引领潮流，数字化精细化运营渠道和电商再迎先机。

在国内运动服饰行业报告《多元对比以观前路，黄金赛道持续坚挺》中，我们通过多元对比的方式深入分析国内运动服饰行业赛道优势和头部品牌商发展模式。我们认为：国内运动服饰行业增速快空间大，相比其他服装细分赛道具备定位符合时代趋势、客群基数大、壁垒深、集中度高、政策支持等诸多优势。企业层面，各企业在学习借鉴的基础上积极创新，对标国际龙头打造产品和品牌的核心要素，并发展出多元特色化道路，发展前景向好。

在安踏体育深度报告《多点开花志行高远，精耕渠道永不止步》中，我们聚焦国内运动服饰行业龙头安踏体育，深入分析安踏体育成为服饰行业优质品牌的核心要素，在此基础上我们认为，在行业高集中度和高景气趋势下，安踏主品牌有望靠店效提升保持稳健增长，FILA 在门店数和店效双驱动下延续强劲增长势头可期，其他新收购的品牌自身底蕴深厚，定位相对空白的高潜力市场，在安踏强大的运营下未来潜力较大。

本篇报告我们聚焦国内运动服饰行业另一龙头李宁，深入分析其实现反转的原因和未来发展趋势。我们认为，李宁已通过品牌重塑实现反转，在新一代职业经理人高坂武史带领下，李宁未来有望通过渠道零售的进一步升级充分释放产品品牌势能，实现店效稳步提升进而保持稳健增长。具体分品牌来看，李宁大货定位大众市场经营稳健，精细化管理下店效有望稳步提升；李宁 young 在童装高景气趋势下有望以产品品牌力受益；中国李宁根植文化引领潮流，对标斐乐拓展空间较大，发展前景可期。

一、李宁：三十而立重塑新生，深耕品牌纵深发展

（一）深耕品牌纵深发展，厚积薄发一鸣惊人

三十而立重塑新生，深耕品牌纵深发展。李宁 1990 年成立于广东，1996 年总部迁至北京，2004 年率先于香港上市，发展至今已有 30 年历史。在历代职业经理人管理下历经繁荣、挫折、反转，2015 年以来各方面全面调整，2018 年纽约时装周一炮而红，各项指标全面好转，股价和估值持续走高。李宁独特的创始人身份使得品牌具有天然运动属性，辨识度较高，不同于安踏的横向多品牌扩张路径，李宁结合自身优势走出一条独特的品牌深耕型路径，深挖品牌价值，在科技实力打底下以原创设计和国潮元素打造独特产品力和记忆点，在渠道结构不断优化和精细化管理下持续提升店效。在产品渠道配合发力下李宁成功实现品牌重塑，纽约时装周一炮而红引领国潮新时尚。目前，李宁已经完成业绩修复实现反转，2019 年原优衣库高管高坂武史的加入为李宁注入全新零售血液，预计未来主要通过渠道的精细化提升进一步释放产品品牌势能保持良性增长，打造高效率、高盈利的“肌肉型”企业。

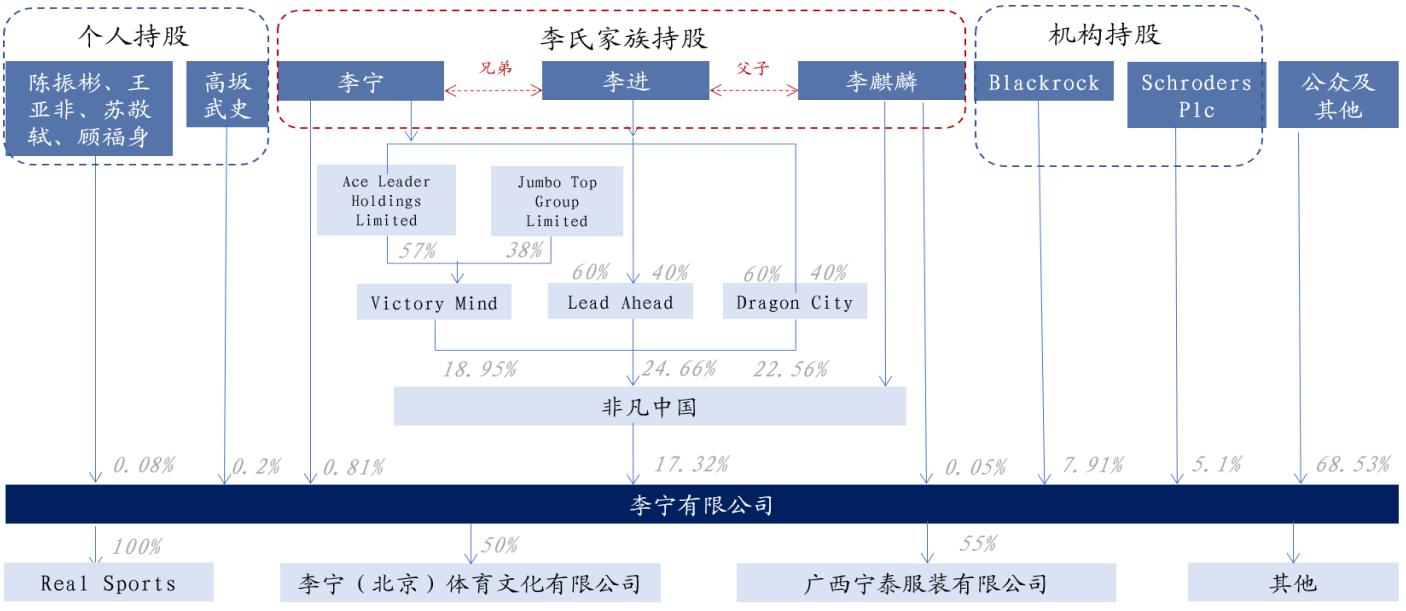
图表 1 李宁发展模式

多品类+深挖产品特性	单聚焦李宁牌，深挖品牌价值	多渠道覆盖+精耕提店效释放势能
理顺产品线：受众广，销量好，极具高潜力的篮球、跑步、羽毛球、训练和运动时尚五大品类	独特的品牌IP，具备深挖价值	经销：占比49.5%，门店5157家 直营：占比26.1%，门店1292家 电商：占比22.5%
➢ 科技赋能提升产品功能性 ➢ 根植文化深挖品牌基因 ➢ 把控潮流引领国潮新时尚 ➢ 坚持原创打造产品特色 ➢ 有重点的营销高效宣传	李宁（约6300家） 李宁YOUNG（约1100家） 中国李宁（约120家） 弹簧标 LNG	➢ 多渠道协同配合全面覆盖（北部3953家，南部2784家，华南部813家） ➢ 多维精细化管理提升店效 ➢ 数字化门店捕捉顾客需求 ➢ 线上线下联动助收入提升

资料来源：公司官网、公司年报、华创证券

股权结构相对分散，李氏家族为最大股东，机构、高管持股充分释放活力。不同于一般家族企业控股模式，李宁股权结构较为分散，公众持股比例高达 70%以上，李氏家族中李宁、李进（兄弟）和李麒麟（侄子）合计持股约 18%为最大股东，创始人李宁侄子李麒麟 2018 年 6 月起担任公司执行董事。李宁机构持股比例相对较高，美国 Blackrock 集团通过多次增持权益成为第二大股东，持股 7.91%；施罗德基金（Schroders Plc）持股 5.1%位列第三。2019 年公司新任执行总裁高坂武史为前优衣库高管，渠道运营经验丰富，与创始人李宁合理分工，专注集团运营，持股 0.2%，王亚非等四名董事共计持股 0.08%。管理人及高管持股激励有利于充分调动管理层积极性，充分释放活力促进公司发展。

图表 2 李宁股权结构图



资料来源：wind、公司年报、华创证券

独特的职业经理人制度下历代职业经理人不懈探索，李宁厚积薄发重塑新生，零售升级成为未来看点。不同于晋江

鞋企等运动服饰企业，李宁实行独特的职业经理人制度，聘请专业人才进行管理，历代职业经理人不断尝试突破，公司发展伴随职业经理人特点。根据职业经理人以及公司各阶段发展特点，李宁发展历程可分为五个阶段：**1）李宁+陈义红时代（1989-2000 年）：天然品牌优势下脱颖而出。**1989 年体操王子李宁退役后转战运动服饰行业，凭借品牌的天然优势和李宁在体坛的体育营销资源迅速打开市场，一跃成为国民品牌。**2）张志勇时代（2001-2010 年）：经销渠道快速扩张下跑马圈地走向巅峰。**张志勇继任后，李宁在行业快速发展趋势下迅速扩张渠道抢占市场，营销持续发力，品牌矩阵扩充，2008 年李宁点燃北京奥运会主火炬将品牌形象推至顶峰，在国内市占率一度超越阿迪达斯。**3）张志勇后期+金珍君时代（2011-2014 年）：明确渠道零售改革方向调整积淀。**在行业寒冬、品牌重塑定位失误以及管理层内部协调不利等冲击下李宁改革受挫，但该阶段公司渠道清理到位结构明显优化，关闭低效门店去库存等措施为李宁的业绩复苏打下良好基础。公司零售改革方向正确，为后续李宁回归渠道改革积累了一定经验和方向。 **4）李宁回归：成功实现品牌重塑引领国潮（2015-2018 年）：**李宁先生回归后调整产品策略，加码产品科技性布局，聚焦单品牌和五大品类理顺产品线，产品风格上开始深挖传统文化和潮流文化内涵，借势国潮重塑品牌形象，并不断优化供应链与精细化渠道管理推动店效提升，李宁迎来全面复苏，时装周一炮而红重归良性增长轨道。**5）高坂武史时代（2019 年以来）：零售升级，渠道发力。**随着 2019 年职业经理人高坂武史继任，李宁在渠道效率提升方面充满看点，有望通过渠道精细化高效管理进一步释放品牌势能，在店效的持续提升下保持稳健增长。

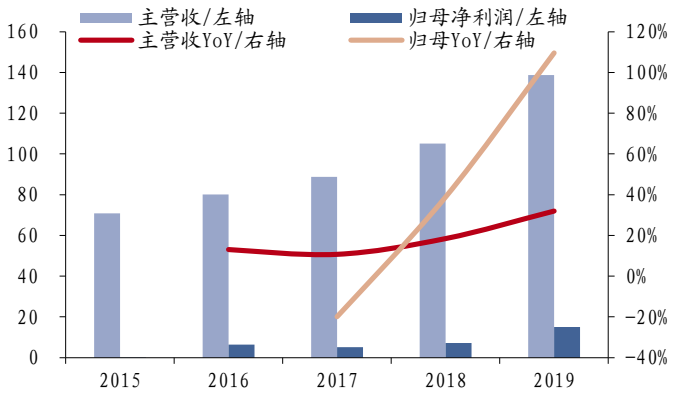
图表 3　李宁发展历程图

资料来源：wind、公司年报、华创证券

（二）品牌重塑成效凸显，经营稳健业绩亮眼

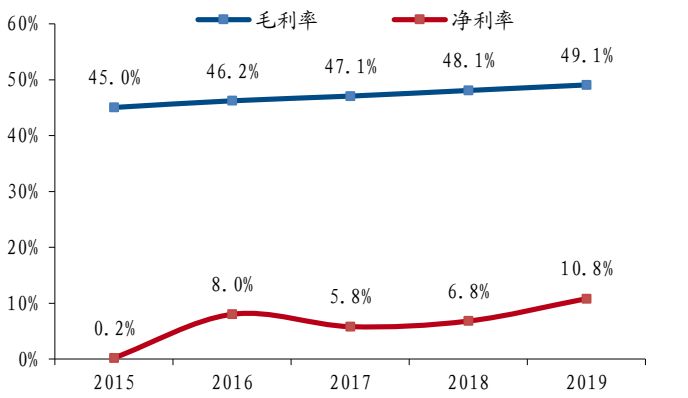
业绩稳健提升，盈利水平整体向好。李宁回归后持续改革，业绩复苏后迎来持续增长。2015 年起主营收及归母净利润保持持续增长态势，得益于渠道深耕及品牌力的提升，2018 年后二者更是保持双位数快速增长，复苏势头良好；2019 年主营收达 138.7 亿元，同增 32%，归母净利润整体较上年翻了一番，达 15 亿元，业绩表现亮眼。随着产品功能性的逐步增强与精细化管理带来的店效提升，疫情过后营收和归母净利润有望保持增长态势。受益于品牌力的提升和渠道供应链各环节的改善，毛利率持续提升，2019 年达 49.1%，净利率则由 0.2%（2015 年）跃升到 10.8%（2019 年），整体盈利水平向好。随着高效大店策略的推进与运营管理的持续优化，疫情过后整体盈利水平有望持续提升。

图表 4 主营收及归母净利润（亿元，%）



资料来源：wind、华创证券

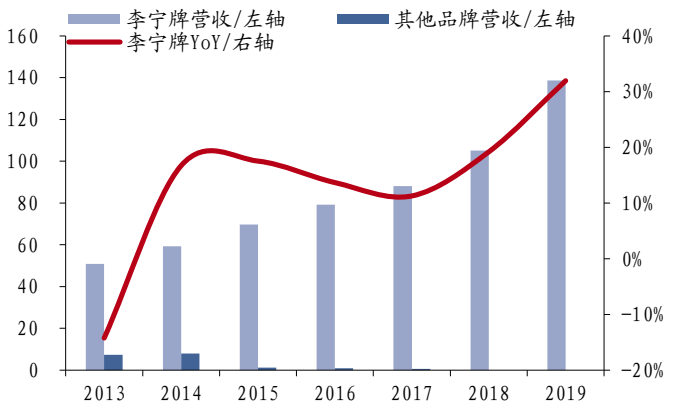
图表 5 毛利率及净利率变化（%）



资料来源：wind、华创证券

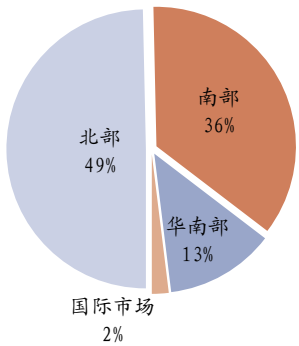
具体来看，李宁主品牌稳健增长，电商势头渐长，鞋服创造主要营收。1）分品牌来看，主品牌创造主要营收，增速可观。李宁聚焦主品牌缩减多品牌业务，主品牌产品力和品牌力提升明显，2019 年收入达 138.7 亿，同增 32%。渠道持续深耕下店效有望稳步提升，未来有望保持稳健增长态势。**2）分地区来看，国内为主要市场，北部地区创造半数营收。**国内为李宁主要市场，贡献 98%的营收。由于主要市场和客户群体位于北方，北部地区创造 49%的营收为最大市场。近年公司加码布局南部、华南部市场，2019 年南部市场收入同增 34.65%达到 49.55 亿元，华南部收入同增 39.38%达到 17.59 亿元，未来营收贡献有望提升，华南部市场有待持续开拓。**3）分渠道来看，渠道结构持续优化，电商发展势头强劲。**在公司前期渠道零售改革的持续推进下，渠道结构持续优化，直营渠道收入占比提升明显，2019 年经销渠道在门店扩充下收入占比小幅回升。电商近年来发展迅速，收入占比由 2015 年 8.6%增加至 2019 年的 22.5%。**4）分品类来看，鞋服提供主要营收，各品类占比与上年基本持平。**运动行业产品的功能性主要体现在运动鞋和服饰面料方面，李宁营收主要来自于服装和鞋类，2019 年营收占比达到 95%，其中服装和鞋类营收占比分别为 51%/44%，未来有望通过提升产品力强化公司整体竞争力。

图表 6 按品牌主营收分布（亿元，%）



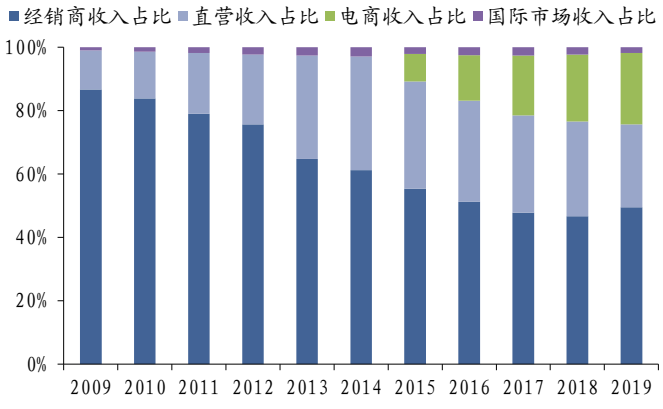
资料来源：公司年报、华创证券

图表 7 2019 年按地区营收分布（%）



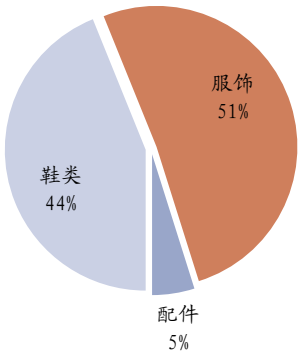
资料来源：公司年报、华创证券

图表 8　主品牌按渠道收入分布（%）



资料来源：公司年报、华创证券

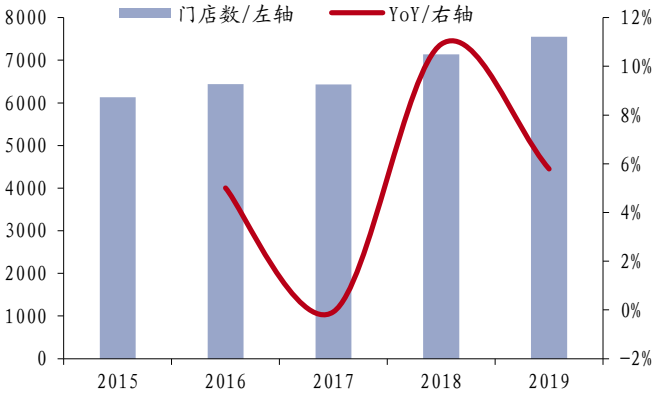
图表 9　2019 年各品类营收占比（%）



资料来源：公司年报、华创证券

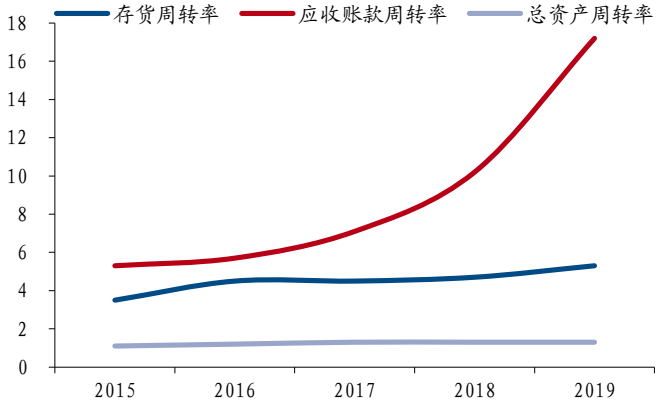
深耕渠道优化供应链，营运能力稳中有升。随着全面改革的深入推进，李宁成功实现品牌重塑和年轻化，渠道恢复良性扩张，叠加高效大店的增设，门店数近年来稳步上升，2019 年增加至 7550 家。李宁在改革中深刻认识到渠道精细化管理成为增长主逻辑，持续发力深耕渠道，优化供应链各环节实现设计、生产、配送、销售的快速反应，库存结构得到优化，营运能力得以提升，存货周转率与总资产周转率小幅提升，2019 年二者分别提升至 5.3 倍与 1.3 倍。李宁主要采取经销模式，通过升级与经销商合作政策吸引了一批优秀经销商，同时给予经销商购货与终端销售指导，经销商回款速度显著加快，2019 年应收账款周转率达 17.2 倍，复合增速达 34%，增幅明显。未来有望持续精耕渠道，进一步提升经营效率优化营运能力。

图表 10　2015-2019 年李宁门店数及增速（家，%）



资料来源：公司年报、华创证券

图表 11　2015-2019 年李宁营运情况



资料来源：wind、华创证券

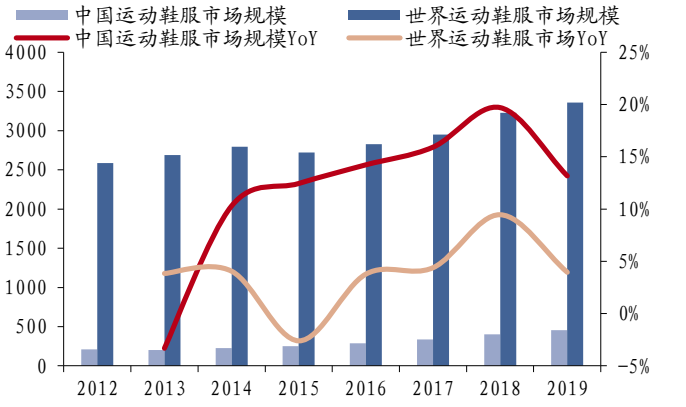
二、行业趋势：优质赛道向阳生，国牌崛起正当时

在国内运动服饰行业报告中，我们认为国内运动服饰行业具备定位符合时代趋势、客群基数大、壁垒深、集中度高、政策支持等诸多优势。疫情期间各运动品牌积极应对，布局新零售、直播电商等降低受损程度，电商直播业态加快成熟。同时行业持续整合，疫情过后民众健康意识有望强化，行业需求反弹可期。中长期来看，运动服饰行业获得政策支持发展逻辑不改，人均花费和渗透率有望持续提升，行业规模有望持续扩大，且距天花板尚远，行业格局整体向好。在高集中度和高景气趋势下，李宁作为头部品牌有望充分受益。具体来看：

国内运动服饰行业增速可观，人均花费和渗透率提升下空间可期，疫情过后行业景气周期有望持续。近五年来，国内运动鞋服行业规模保持双位数增长，2019 年增速达 13.2%，高于世界运动鞋服行业规模增速 4%。运动鞋服渗透率

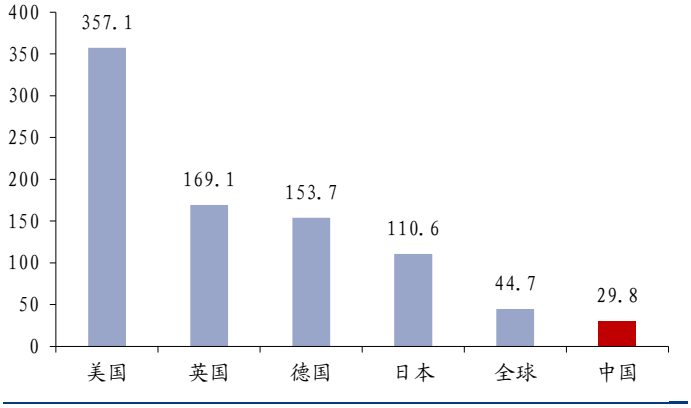
增长与此对应，2019 年渗透率提升至 12%。对标海外成熟市场，我国人均运动服饰消费和渗透率仍然较低，人均消费约为美国市场的 1/12，低于全球人均 44.7 美元，渗透率亦未达到世界平均水平（19%）。在国家政策以及新媒体等的宣传下运动渐成风潮，叠加疫情影响下人们健康意识的增强，全民健身的热情或被激发。随着消费升级及人们对运动的重视程度提升，人均体育消费持续增长。**因此，国内运动服饰行业人均消费和渗透率有望持续提升，且提升空间较大，保持快速发展态势可期。**

图表 12　运动鞋服市场规模及增速对比（亿美元，%）



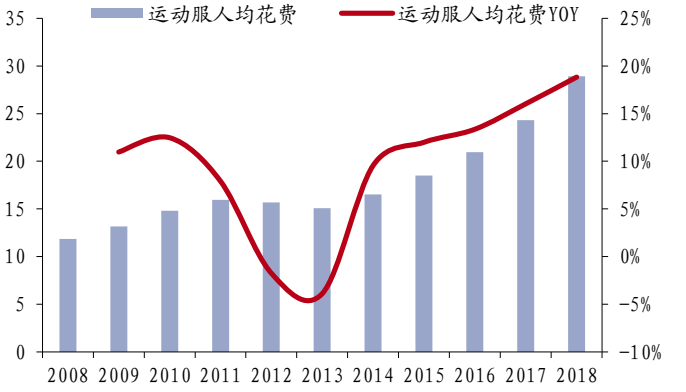
资料来源：Euromonitor、前瞻产业研究院《2018 年中国运动服饰行业市场现状与发展前景分析 中国运动服饰市场潜力无限》、华创证券

图表 13　不同市场人均运动服饰花费对比（美元）



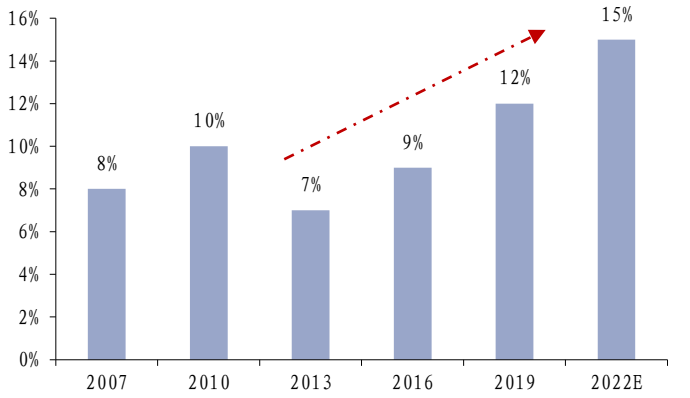
资料来源：前瞻产业研究院《中国体育用品行业发展前景与投资战略规划分析报告》、华创证券

图表 14　中国运动服人均花费情况（美元，%）



资料来源：前瞻产业研究院《中国体育用品行业发展前景与投资战略规划分析报告》、华创证券

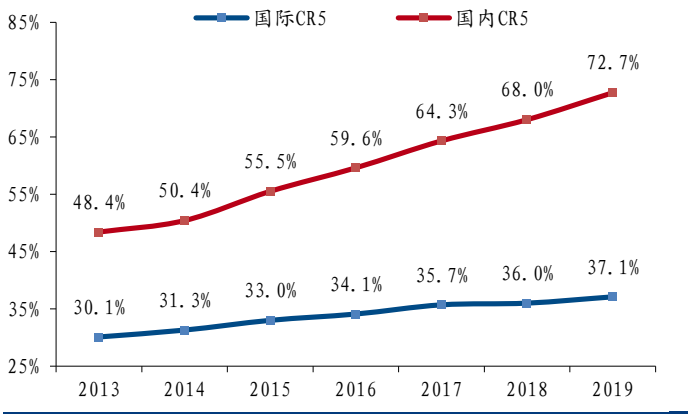
图表 15　中国运动鞋服渗透率（%）



资料来源：中国产业信息网《2020 年中国运动鞋服行业发展格局及趋势分析：优质龙头发展共同点》、华创证券

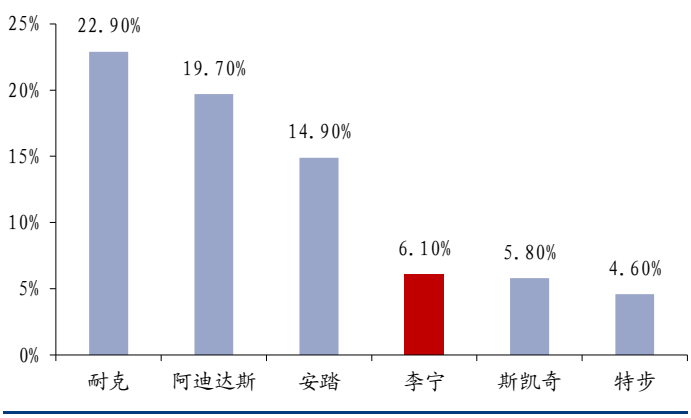
行业集中度高且格局稳定，头部品牌市占率稳步提升强者愈强。运动服饰行业因产品的功能属性和营销资源的稀缺属性使得行业壁垒较高，集中度持续提升，竞争格局趋于稳定，利好龙头企业。2013 年以来，国内运动服饰市场集中度提升明显，CR5 提升 24.3pcts 至 72.7%。对标国际市场，国内运动服饰行业集中度更高，且提升幅度更大。2019 年我国运动鞋服 CR5 已高达 72.7%，远高于世界运动服饰市场的 37.1%。随着各品牌的竞争和疫情加速行业洗牌，头部品牌不断加深壁垒，规模稳步扩大，李宁作为头部品牌，2018 年国内市场市占率达 6.1%，在行业集中度提升、持续稳步发展的趋势中优先受益，未来提升空间较广。

图表 16 国内与国际运动市场 CR5 对比（%）



资料来源：Euromonitor、华创证券

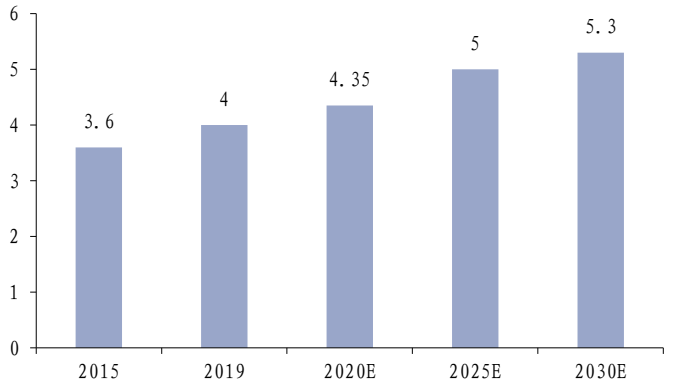
图表 17 2018 年国内市场运动服饰企业市占率（%）



资料来源：Euromonitor、华创证券

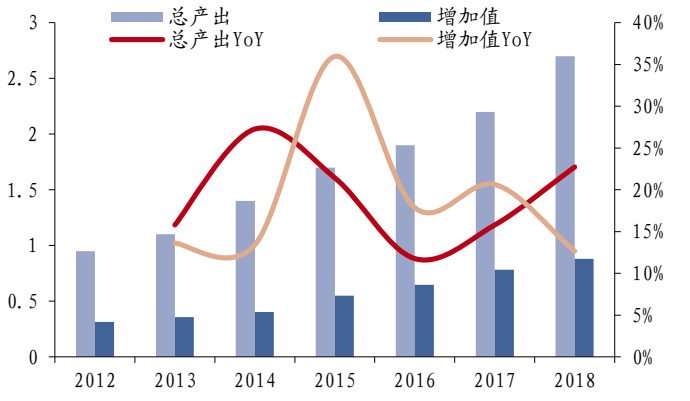
政策支持下受众增多&产业整体快速发展，运动服饰行业格局向好。随着国内居民生活水平的提高和健康意识的增强，运动渐成风潮，叠加国家推出一系列政策支持全民锻炼推广和体育产业发展，运动服饰行业发展前景较好。在多重因素利好下，中国经常参加体育锻炼人数由 2015 年的 3.6 亿上升至 2019 年的近 4 亿，体育服饰行业的潜在消费群体进一步扩大。国家体育产业规模、增加值保持双位数增长，2018 年国家体育产业规模已达到 2.7 万亿，在双位数增长水平下，体育产业发展十三五规划目标有望实现。运动的专业属性对衣着鞋履的功能性提出较高要求，功能性及稀缺营销资源壁垒加持下运动服饰成为纺服优质赛道。政策支持下受众增多和产业整体的快速发展，国内运动服饰行业格局向好。

图表 18 中国经常参加体育锻炼人数（亿人）



资料来源：中国产业信息网、华创证券

图表 19 国家体育产业规模、增加值及增速（万亿，%）



资料来源：国家体育总局、华创证券

图表 20 相关政策支持体育事业发展

时间	发布单位	具体政策	主要内容
2010.3	国务院办公厅	《关于加快发展体育产业的指导意见》	到 2020 年，培育一批具有国际竞争力的体育骨干企业和企业集团，形成一批有中国特色和国际影响力的体育产品品牌
2011.3	体育总局	《体育事业发展“十二五”规划》	提出提高公共体育服务水平、促进群众体育发展等目标
2014.1	国务院办公厅	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	加快对体育产业体系的整体布局，丰富体育产品和服务，进一步满足并刺激人民群众对体育的消费需求，力争到 2025 年,体育产业总规模超过 5 万亿元
2016.6	国务院	《全民健身计划	到 2020 年每周参加体育锻炼 1 次及以上的人数达到 7 亿，经常参加体育锻炼的人

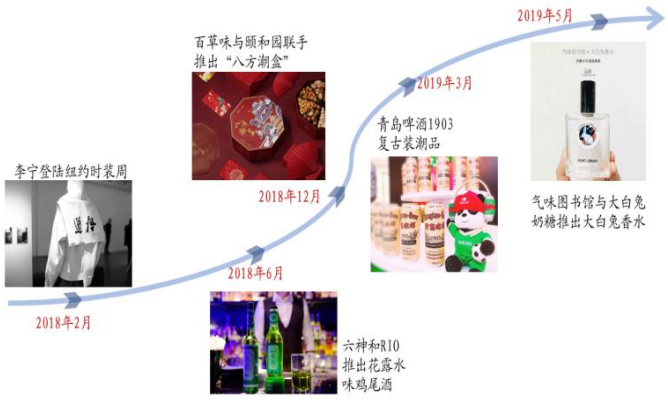
时间	发布单位	具体政策	主要内容
		（2016-2020 年）》	数达到 4.35 亿
2016.7	体育总局	《体育产业发展“十三五”规划》	提出体育产业总规模超过三万亿，产业增加值在国内生产总值中的比重达 1%；体育服务业增加值占比超过 30%，体育消费额占人均居民可支配收入比例超 2.5%等
2017.8	体育总局	《全民健身指南》	体育健身活动效果、运动能力测试与评价、体育健身活动原则等
2019.9	国务院办公厅	《体育强国建设纲要》	到 2035 年经常参加体育锻炼人数比例达 45％以上，人均体育场地面积达到 2.5 ㎡

其他相关政策：《竞技体育“十三五”规划》（2016.8）、《青少年体育“十三五”规划》（2016.9）、《群众冬季运动推广普及计划（2016-2020 年）》（2016.11）、《马拉松运动产业发展规划》（2018.1）、《百万公里健身步道工程实施方案》(2018.3)

资料来源：中国政府网、国家体育总局、华创证券

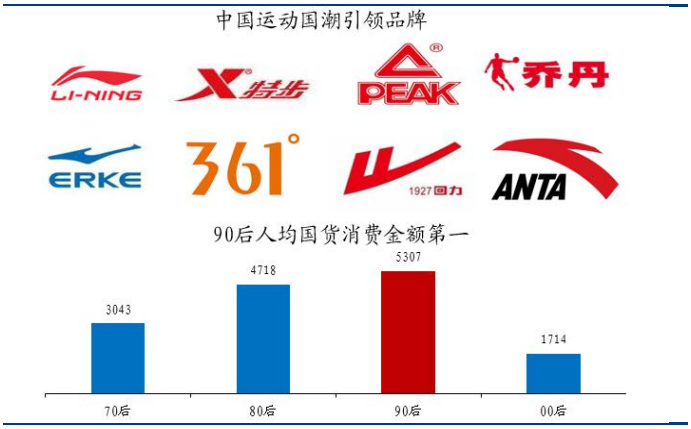
文化自信助力国潮兴起，新老品牌充分受益，运动服饰行业各品牌加码布局，领军者李宁有望持续受益。近年随着传统文化回归、90 后成为消费主力、《中国有嘻哈》《诗词大会》等综艺节目的推广，使得国潮在各领域全面兴起。2018 年李宁初登纽约时装周后正式掀起国潮风，各行业消费市场借力国潮成为潮流，国内消费者青睐欧美品牌的消费观念得到转变。同年中国品牌商品收入同比增幅高出国际品牌 14%，销量同比增幅高出 8%。在国潮的助力下，花西子、李子柒等新品牌快速创收，百草味、青岛啤酒等热门品牌借助国潮提升销量，百雀羚、回力、李宁等底蕴深厚的国产品牌实现逆袭。《2019 国货当潮白皮书》中表示服饰鞋履和美妆护肤是“国货当潮”的两大主力品类。就运动服饰行业而言，各品牌在李宁逆袭之后纷纷加码国潮布局，植入山水画、故宫、十二生肖等经典传统文化元素。阿里研究院发布的《2020 中国消费品牌发展报告》显示，李宁、安踏、特步、361 度、匹克、乔丹、鸿星尔克、回力成为中国运动国潮引领品牌。在国潮中，90 后人均国货消费第一，年轻群体成为主力军。**作为国潮的领军品牌和国内运动服饰的龙头企业，李宁有望在国潮趋势中持续受益。**

图表 21　各行业新老品牌在国潮中受益



资料来源：搜狐网、华创证券

图表 22　运动国潮引领品牌



资料来源：阿里研究院《2020 中国消费品牌发展报告》、华创证券

三、核心看点：科技筑基潮添翼，零售发力入青云

2015 年后行业逐渐回暖为李宁改革提供“天时”，创始人李宁回归后迅速稳定军心，持续推进零售改革，在“单品牌，多品类，多渠道”的战略指导下全方位重塑品牌。公司结合自身优势聚焦李宁牌深挖品牌价值，同时聚焦受众广潜力高的五大品类理顺产品线，在持续强化产品功能性壁垒的基础上坚持原创，融入传统文化元素打造产品特色，精简营销开支进行有重点的宣传。我们认为专业为基时尚赋能路线更为可持续，李宁持续升级产品科技性，有望通过坚持原创和凭借品牌优势在国潮趋势中持续受益。渠道方面，公司在多渠道实现全面覆盖的基础上继续推行零售

改革，高效大店策略稳步推进持续优化渠道结构，加强精细化管理提升店效。同时公司进行全方位电商布局实现线上线下联动发展，电商发展势头良好。原优衣库高管高坂武史的加入为李宁带来全新零售血液，公司有望持续精耕渠道迎来全新增长契机。供应链端大数据、物流加持下特色供应链弹性优势明显。产品、渠道、供应链的协同发展促进品牌重塑升级厚积薄发，纽约时装周后引领国潮新时尚实现筑底回升。

（一）战略聚焦：聚焦深耕战略清晰，明晰定位深挖价值

李宁回归稳定军心塑造“人和”，积极试水下战略趋于清晰，“单品牌，多品类，多渠道”基调成型指引全面调整。2015 年创始人李宁回归担任 CEO，李宁的体操王子形象深入人心，创建的同名品牌极具个人影响力与时代意义，且创始人威信犹在号召力强大，在企业发展中的核心作用不容忽视。公司灵魂人物的再度出山，使得深谙国内市场的管理层与优质供应商纷纷回归，管理层、员工军心趋于稳定，凝聚力提升，助推各项改革落地。考虑到多品牌发展不及预期、外国品牌纷纷涌入加剧行业竞争以及李宁独特的品牌内涵，2015 年李宁回归后逐渐战略性收缩多元化，聚焦主品牌。在产品风格、科技性提升、品类扩张、营销精简突出重点、扩展直营渠道、加强渠道精细化管理等方面开始尝试调整，改革落地情况良好调整效果明显，2015 年李宁成功扭亏为盈，创造 0.14 亿净利润，随后加速增长，截至 2017 年，公司实现营收 88.9 亿元，同增 10.7%；归母净利润 4.88 亿元，同降 17%。在前期调整试水的成功下，2018 年李宁正式提出“单品牌、多品类、多渠道”战略，聚焦主品牌深挖品牌价值，专注五大核心品类打造顶级产品，多渠道布局实现全面覆盖，推动公司经营稳步增长。清晰明确的战略顶层设计是公司后续持续发力实现反转的前提条件。

图表 23　李宁回归，与 CBA 再度达成合作

资料来源：搜狐网

图表 24　部分回归、提拔的元老管理层

姓名	任职情况
胡南：童装事业部总经理	1993 年至 2010 年任职李宁，2015 年 4 月回归，负责童装事业部零售运营、管道运营、产品规划、市场营销等管理工作
廖斌：副总裁	曾于 2003 年至 2012 年任职李宁，2016 年 5 月回归，负责行政管理、质量体系及供应商管理等工作
杨海威：副总裁	2000 年 1 月加入，2016 年提拔至高级管理人员，负责区域销售、渠道零售、产品运营和物流工作
洪玉儒：副总裁	1990 年 3 月加入，2016 年提拔至高级管理人员，负责产品设计营销和羽毛球、足球及国际销售业务

资料来源：公司年报、华创证券

结合自身优势聚焦李宁主品牌，衍生多系列完善布局精准覆盖，协同深挖李宁品牌价值。李宁品牌自身具备品牌深度和独特文化，在民族自信心不断增强和国内运动服饰市场行业景气的态势下，主品牌具备深挖空间。此前红双喜等品牌因定位模糊、运营投入较少等原因发展不及预期，因此李宁及时调整多品牌路线为聚焦单品牌，两次向非凡中国出售红双喜 10%的股权、停止乐途、新动相关业务，减少资源投入分散和同质化竞争问题。在主品牌李宁基础上衍生出李宁 young、中国李宁、LNG、弹簧标等品牌深挖李宁文化，通过差异化定位实现对运动童装、时尚运动服饰、大众市场、高端时尚等多元细分市场的精准覆盖。目前囊括中国李宁、李宁 young、李宁等在内的主品牌“李宁”发展稳健，产品深受市场欢迎，有望持续深挖品牌价值提升品牌力。

图表 25　“李宁牌”不断丰富完善

品牌类型	品牌	发展情况
主品牌	李宁	定位大众市场，专注篮球、跑步、训练、羽毛球、运动时尚五大品类，近年来持续深耕李宁主品牌，加大营销、科研投入等资源倾斜，品牌知名度不断扩大
儿童品牌	李宁 young	2017 年李宁针对童装市场，推进原有李宁 KIDS 向李宁 young 的品牌重塑，定位 3-14 岁青少年，设计 3-6

品牌类型	品牌	发展情况
		岁“好奇孩童”和 7-14 岁“活力少年”两条产品线，产品涵盖跑训、篮球和运动时尚等品类，在产品主题和科技性能上不断投入与创新，推动李宁产品的低龄化覆盖，开拓童装市场。
高端时尚	LNG	以都市时尚商务白领人士为目标客群，立足于超大及一线城市核心商圈的全新运动时尚品牌，由韩国设计团队百分之百主导设计、开发。设计在满足人们对运动服饰功能性及舒适性需求的同时，更加关注消费者对面料、时尚感、细节及色彩等多方面的诉求
大众品牌	弹簧标	于 2015 年推出的以较低价定位的运动休闲快时尚品牌，采用快时尚模式，兼顾大众对运动元素的需求
篮球运动	韦德之道	李宁公司为韦德定制的球鞋品牌。2012 年 10 月李宁公司与 NBA 全明星球星德维恩·韦德（Dwyane Wade）共同宣布创立全新运动服鞋品牌，产品系列被命名为“韦德之道”
国际品牌	中国李宁	潮流时尚系列，发布于 2018 年秋冬纽约时装周，国潮代表服饰，设计中融入大量中国元素，后屡登国际时装周，深受市场欢迎

资料来源：公司公告、公司官网、华创证券

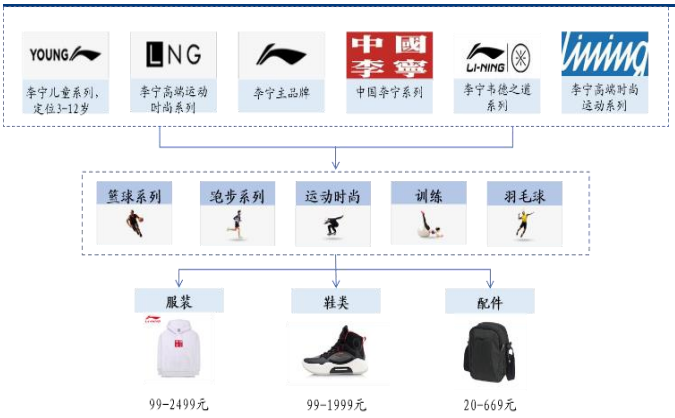
图表 26 其他多品牌调整

品牌类型	品牌名称	发展情况
高端品牌	AIGLE	2005 年 7 月李宁和 AIGLE 双方建立合资企业艾高，为期 50 年，主营户外运动服饰
运动品牌	红双喜	2007 年 11 月李宁以 3.05 亿收购红双喜 57.5%股份，主营乒乓器材；2016 年底，李宁向非凡中国转让红双喜 10%股权，收益 3.30 亿元，红双喜由子公司转为联营公司
时尚品牌	Lotto	2008 年 8 月 1 日李宁获得 LOTTO 为期 20 年的独家特许权；2012 年 6 月 11 日，李宁将与 lotto 的特许权终止日期修订为 2018 年 12 月 31 日
运动品牌	凯胜	2009 年 7 月 6 日李宁以 1.65 亿收购凯胜全部股份； 2010 年签约中国国家羽毛球队第一男双蔡赟傅海峰
高端品牌	Danskin	2016 年 11 月李宁与艾康尼斯公司达成合作独家经营女性时尚健身运动品牌“Danskin”在中国大陆及澳门地区业务，主营舞蹈和瑜伽时尚健身产品
大众品牌	Z-DO 新动	2007 年 4 月正式上市的李宁品牌属下品牌，以大卖场为销售渠道：2012 年停止品牌相关业务

资料来源：公司年报、搜狐网、华创证券

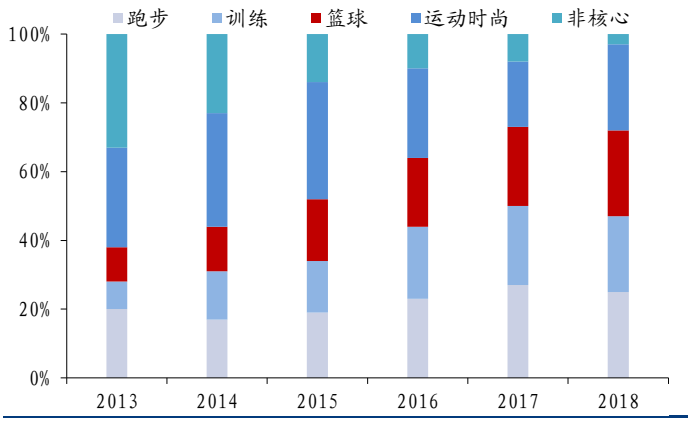
明晰定位专注五大高潜力品类，产品线趋于清晰完善，协同发力成效初显。改革前李宁推出的产品类别较为庞杂缺乏特色，研发及推广重心不够集中。随着行业竞争加剧，产品同质化问题出现，消费者对体育用品功能性、创新性要求更高，消费需求趋于精细化。自 2014 年起，李宁开始聚焦核心品类全力打造行业顶级产品，从原有产品中选取消费客群较广销量较好、产品功能性要求较高便于形成竞争壁垒的前四大专业运动品类，以及快速兴起、前景良好的运动时尚品类，汇成篮球、跑步、羽毛球、训练和运动时尚五大核心聚焦目标。公司整合原有营销资源，结合自身优势、品牌特性及市场发展，全力发展五大品类。李宁不断强化科技研发能力提升产品力；签约辛杜、韦德等专业运动员打造专业运动形象；推出“X-girl”、“盘古”等联名款提升时尚属性。2013-2018 年跑步零售流水占比由 20%上升至 25%，训练占比由 8%上升至 22%，篮球占比由 10%上升至 25%，非核心品类占比由 33%下降至 3%；跑步、训练、篮球零售流水 2014-2017 年均复合增速分别为 34%、27%、24%，带动公司收入重回增长轨道。

图表 27 李宁产品结构图



资料来源：天猫旗舰店、李宁官网、华创证券

图表 28 产品销售结构变化趋势（%）



资料来源：前瞻产业研究院《中国体育用品行业发展前景与投资战略规划分析报告》、华创证券

图表 29 五大品类产品对比

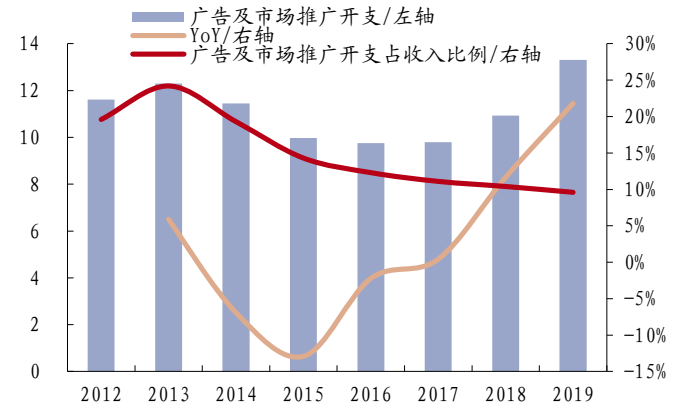
品类	特点	定位
篮球	功能性为主，可附带较强时尚元素，典型代表韦德系列	主要定位中低端大众市场，部分联名款定位高端
跑步	专业类鞋功能性要求高，部分非专业鞋可叠加较强时尚元素	专业运动鞋定位中高端市场，普通跑步鞋定位中低端
羽毛球	功能性为主，可附带时尚元素，款式较为多样	定位中低端大众市场，专业比赛用鞋定价偏高
训练	功能性要求较高，时尚元素相对较少	定位中低端大众市场，部分专业鞋定价偏高
运动时尚	时尚性为主，结合运动元素，典型代表国潮时尚系列产品	全价位，未来有望借势国潮大力拓展中高端市场

篮球鞋639元　跑步鞋599元　羽毛球鞋338元　训练鞋359元　运动时尚鞋499元

资料来源：李宁官网、华创证券

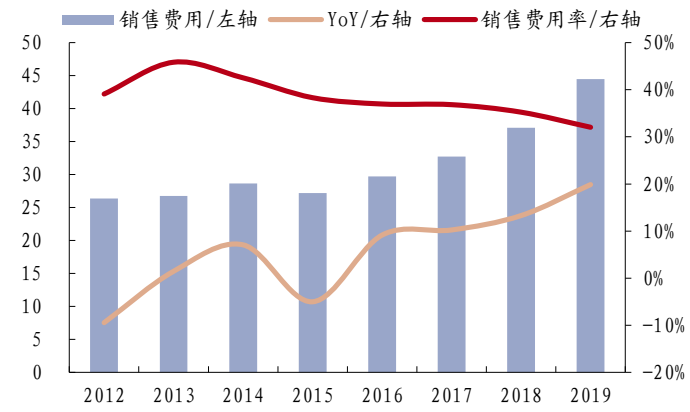
去冗存精，整合营销资源聚焦主品牌，策略性资源投放降低成本改善盈利，提高营销效率。自 2015 年起李宁逐步聚焦单品牌，加强产品研发、运营方面的资金投入，逐渐缩减广告营销开支，注重提升营销效率，强调投入转化效用。公司将营销资源有层次地集中投放在核心品类上，削减体操等非核心品类赞助，有层次重点布局篮球、跑步品类投入，实行有重点的营销策略。李宁逐步缩减非核心品类赛事赞助，2015 年停止体操相关赞助，逐步削减羽毛球赛事赞助，集中资源发展核心品牌和项目。跑步方面，2018 年下半年李宁签约并赞助杭州国际马拉松、北京女子马拉松和珠海横琴马拉松等多项马拉松赛事。篮球方面李宁举办“韦德中国行”活动，持续赞助 CUBA 等篮球赛事，并于 2017 年与 CBA 正式续约五年，续约金额由 2012 年的 20 亿缩减到 10 亿，同时持续开发 CBA 联名产品，激活 CBA 品牌文化与商业价值，18-19 赛季 CBA 全明星装备销量相比去年同期涨幅达 100%。2015 年起广告及市场推广占收入比例、销售费用率稳步下降，费用精简效果明显。**通过策略性营销资源聚焦投放，核心产品品类及产品专业性、功能性更加突出，有利于塑造专业品牌形象，提高营销资源的配置效率。**

图表 30 李宁广告及市场推广开支占比降低(亿元，%)



资料来源：wind、华创证券

图表 31 2012-2019 年李宁销售费用变化（亿元，%）



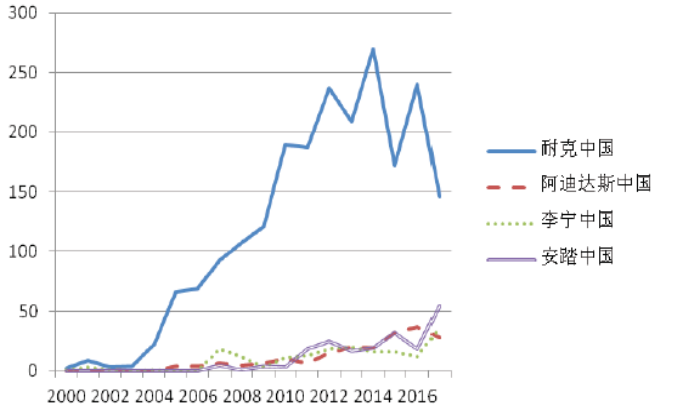
资料来源：wind、华创证券

（二）品牌重塑：科技筑基潮添翼，营销配合入青云

1、核心壁垒：技术迭代巩固壁垒，专业营销强化形象

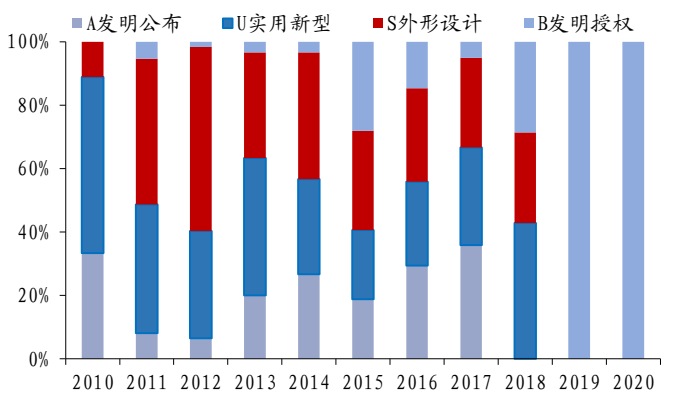
聚焦科技研发，产品科技持续升级强化核心竞争力，与国际龙头差距缩小。李宁前期由于发展战略模糊，在时尚与运动之间摇摆不定，后续在推进改革进行品牌升级的过程中，因产品力跟进不及时以致销售疲软。对标国际运动服饰龙头耐克、阿迪，李宁认识到产品科技属性与品牌专业形象的重要性，开始加码功能性布局构筑核心壁垒。公司加大研发投入，明确科技性、专业性和功能性为产品的基础，强调品牌的专业运动属性，探索和应用新科技、新材料。2016 年起公司研发费用逐年增加，2019 年达 3.61 亿元，同增 55.95%。近年来李宁在鞋类方面推出“李宁䨻”轻弹科技，并对原有“李宁弓”减震科技进行改良升级，衍生出“李宁环弓”、“李宁弦弓”，同时李宁环弓产品更新至第三代，更大程度上满足消费者的运动需求。服装方面建立全面的 AT 服装科技系统，同时自主开发了 SHELL 科技平台体系，增进消费者对李宁科技的认知。在蜂巢保暖科技、超轻面料科技、随动防护科技等多方面持续创新升级，拥有超过 100 项国家级专利，专注产品的科技性、功能性，帮助顾客提升运动表现。李宁愈发重视实用科技的研发，关注产品功能性，外观设计类专利申请比例下降。从国内市场专利申请的角度来看，李宁专利申请态势整体上行，2017 年李宁专利申请量超越阿迪达斯，产品功能性持续强化。

图表 32 李宁 VS 耐克、阿迪达斯专利申请情况对比



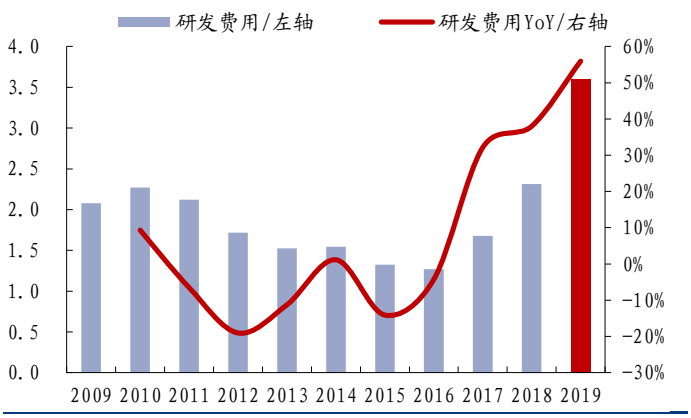
资料来源：刘婧、程凯芳：《李宁 VS 安踏：体育用品专利技术竞争情报研究》、华创证券

图表 33 2010-2020 年李宁专利申请分类占比图



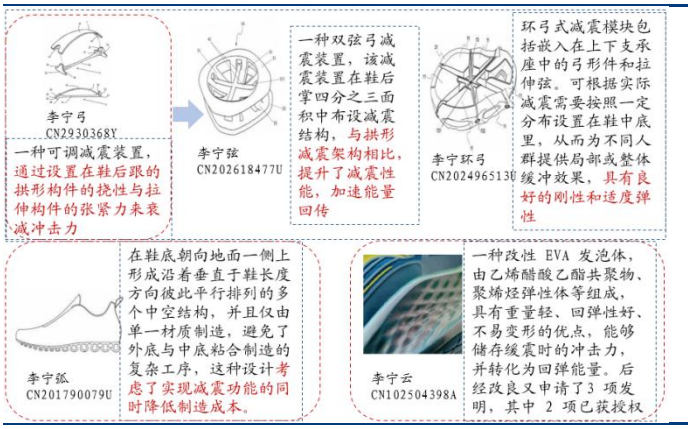
资料来源：启信宝、华创证券

图表 34　2009-2019 年研发投入情况（亿元，%）



资料来源：公司年报、华创证券

图表 35　李宁产品科技升级迭代详解



资料来源：刘婧、程凯芳：《李宁 VS 安踏：体育用品专利技术竞争情报研究》、公司官网、华创证券

产品功能性持续升级强化成效斐然，科技赋能打造一流运动品牌。李宁在运动鞋和服装方面形成多项科技成果，产品功能性较强。鞋类方面，在鞋底减震度、变形反弹能力、鞋面的散热透气度、舒适度等影响运动表现的关键方面，均形成核心技术成果，以李宁云、李宁环弓、李宁弦弓和李宁弧等为代表的减震技术和“李宁䨻”轻弹科技优势突出。服饰面料方面，在保暖性、透气性、抗菌性、回弹性能等方面取得技术突破，拥有 WARMAT 保暖科技、LITE 超轻面料科技等领先技术。未来李宁持续加码研发布局，预计研发费用占营收比重维持在 2%左右，研发聚焦功能性材料及针对专项运动结构的人体运动工程学等领域;积极引进先进科技,拥有三台 3D 打印设备配合不同材料工艺需求，2018 年巴黎时装周呈现首款可实现个性化定制的 3D 跑鞋，利用参数化建模方式实现不同鞋子区域的功能需求，展现出优异产品力受到市场认可。李宁品牌蕴含运动 DNA，强调产品运动专业属性，有望借力科技持续赋能，打造一流专业运动品牌。

图表 36　李宁主要鞋服科技汇总

科技类型	科技	功能
服装科技	AT PROOF WIND	防水透湿
	WARMAT	使用新型暖绒材料，保暖性能好
	AT-BACTERIA	消除异味，保持清爽，抗菌
	WARM AT ECO	对咖啡渣回收利用，防止热量流失，升温更快
	AT DRY	吸湿排汗
	LITE AT	采用更轻更薄面料，减少活动负荷
鞋科技	Water Shell	鞋面应用防水材料及防水接缝技术，提供良好的防水功能
	Cool Shell	全方位解决运动中脚步温度上升
	李宁弦弓	具有良好的减震、回弹效果，是全球鞋产品最优结构减震之一
	李宁弧	提供减震效果，加快提供反弹力，改善压力分布，稳定运动步态，提升灵活表现
	李宁弓环	减震、反弹效果明显，满足穿着者局部减震、反弹需求
	李宁云	储存缓震时的冲击力，并转化为回弹时的能量，形成高效能量循环体系，具备柔软轻量的特性

资料来源：公司官网、公司年报、华创证券

顶级体育营销资源优渥，强化品牌专业形象，战略指引下营销更具针对性。因李宁先生的影响力和龙头地位的资源优势，李宁体育赛事和明星的营销资源优渥，赞助中国羽毛球队、美国乒乓球队等多支国内外优秀队伍，先后签约 NBA 球员达蒙·琼斯、星沙奎. 奥尼尔、韦德、马拉松运动员安贝瑟·特罗沙、羽毛球运动员辛杜等国际体育明星，提升在篮球、马拉松、田径、羽毛球等各细分领域的影响力，强化品牌专业形象。此外，公司积极与中央电视台体

育频道、中央电视台等建立合作关系，通过官方媒体拉升李宁的品牌力。2008 年李宁先生作为北京奥运会主火炬手点燃圣火，李宁的品牌影响力空前高涨。近年来随着“单品牌、多品类、多渠道”战略的稳步推进，公司在体育专业营销中更加具有针对性，资源倾斜篮球、跑步、羽毛球品类，持续发力专业赛事与顶级体育明星，强化专业运动品牌形象。

图表 37 体育营销资源优渥

资料来源：新浪网、网易体育、搜狐体育、公司年报、华创证券

2、时尚潮流：坚持原创营造特色，根植文化引领国潮

坚持原创打造自身风格，顶级设计赛事背书彰显卓越设计力。公司自创立之初就非常重视原创设计，将不抄袭、不模仿、不山寨作为自身产品设计准绳。李宁在香港、波特兰、北京等地成立设计研发中心，不断提升产品设计研发能力，并自主培养出一批以王泽莲、陈李杰、周世杰为代表的年轻优秀的设计团队，打造出“韦德之道”、街头篮球系列 BADFIVE、中国李宁等多系列产品，展现李宁独特的产品设计风格，提升品牌辨识度。李宁不凡的产品设计研发能力获得国内外认可，2017 年李宁获得国家高新技术企业证书和北京市级企业科技研究开发机构证书，同时是国内第一个同时集齐德国红点、德国 IF、美国 IDEA、中国红星奖四大国际国内设计赛奖项的运动品牌，展现出卓越的设计能力和潮流掌控能力。李宁在纽约时装周更是凭借中国元素与民族文化打响国际知名度，展现大国品牌风采，为后续引领国潮奠定基础。

图表 38 巴黎时装周设计团队成员

资料来源：搜狐网

图表 39 李宁产品获得四大设计赛奖项

资料来源：中国质量网、新浪网、贸亿鞋材网、华创证券

深挖品牌基因，结合潮流融入中华文化，引领国潮提升品牌力。李宁体操王子与奥运火炬手形象深入人心，成为时代标志，同名品牌具有先天的中国文化基因。李宁结合自身企业历史的独特性寻根中华文化，随着第一双包含东方元素的篮球鞋“飞甲”的诞生，逐渐找到了一条具有民族文化特色的设计道路。近年来李宁在产品设计中不断向内深挖民族文化属性，大量融入国风瓷器、文字、刺绣等中国元素，打造“中国李宁”系列产品；推出与人民日报、红旗等中国经典代表的 IP 联名产品，将中国元素与潮流时尚完美融合，展现出李宁强大的潮流把控与设计能力。引领国潮的背后是强大的设计研发团队支撑，目前以鞋产品主设计师周世杰、女装设计师陈泽莲、时装周主设计师陈李杰为代表的设计团队规模逾百人，打造出多款潮流爆款产品，设计能力超群。其中陈李杰设计的“悟道”系列产品，在纽约时装周一炮而红，成功掀起国潮。国潮产品迎合大众审美与民族情感诉求，将李宁品牌与民族相连，将民族文化创意与体育运动相合，李宁成为国潮、国货的代言人，品牌力得以提升。

图表 40 国潮产品演变图

资料来源：搜狐网、什么值得买网、名品网、华创证券

图表 41 国潮产品设计灵感

资料来源：YORK 创意、华创证券

3、营销配合：借力时装周一炮而红，策略性营销拓宽辐射半径

多重改革促进品牌升级厚积薄发，纽约时装周一炮而红，持续发力系列时装周引领国潮新时尚。2015 年起，李宁逐步聚焦主品牌，敏锐捕捉消费者需求与时尚演变趋势，多点发力提升品牌力，效果显著。多年来持续强化产品研发实力，深耕渠道精细化管理，李宁积淀深厚，产品力渠道力全面拉升。**1）2017 年上海时装周预热：潮流趋势把控能力初显。**2017 年的上海时装周李宁将 3M 保暖科技、功能织物科技融入时尚设计，为潮流服饰注入创新力量。上海时装周展现出李宁对于 high fashion、潮流趋势的强大把控能力，受到各界好评，李宁成功被天猫选中参加纽约时装周。**2）2018 纽约时装周一炮走红，文化传递引领国潮。**李宁大胆打破常规，服装中融入中国汉字、经典红黄配

色等中国元素，从运动的视角表达了对中国传统文化和现代潮流时尚的理解，完美演绎了 90 年代复古、现代实用街头主义以及未来运动趋势三大潮流方向，向全世界展现了中国李宁原创态度和时尚影响力。“悟道”秀展现出国人“自省、自悟、自创”的精神品质，彰显文化自信，受到国人支持，走秀款一度卖到断货，李宁成功引领国潮新时尚。**3）2019 巴黎时装周持续发力，深化国潮影响力。**巴黎时装周以“中国李宁”为主题，通过 oversized 版型、创新面料的使用、街头感清晰的轮廓以及颇为抢眼的撞色讲述 90 年代的复古经典运动潮流，诠释出中国时尚。李宁在巴黎时装周中再次强调中国品牌重新崛起的信心与力量，持续激发国人的国货情怀，深化国潮影响力。李宁借力时装周引领国潮新时尚绝非偶然，而是持续发力品牌升级的成效彰显，未来有望坚持品牌升级之路，讲好中国李宁故事，持续走在运动服饰行业前端。

图表 42　李宁 6 次登陆时装周历程梳理

资料来源：海报时尚网、搜狐网、新浪网、华创证券

与时俱进构建营销体系，拓宽品牌辐射半径延续国潮。自 2018 年纽约时装周走红后，李宁继续通过产品、品牌营销、渠道形象等全方位的配合成功转型年轻潮流，在原有专业体育营销的基础上，重视根植互联网的营销模式，大力开展线上销售与营销宣传，扩大客群挖掘市场；同时涉足娱乐营销，借助明星效应拉动产品销售与品牌知名度扩张。敏锐把控潮流发展趋势，借势国潮重塑品牌形象，拉升品牌知名度与影响力。目前李宁已经形成了包含数字营销、娱乐营销以及高端营销在内的全方位新营销体系，着力突出企业文化与品牌特性，拓宽品牌辐射半径延续国潮。**1）持续优化数字营销矩阵。**李宁以三微一端（微博、微信、微视频和移动客户端）等新媒体为主打入年轻消费群体心智，不断优化数字营销矩阵；同时借助自媒体、明星名人等其他媒介加强品牌宣传；与天猫、京东等平台合作，试水电商直播，发力 618、双十一等电商节日，增强与消费者互动。**2）娱乐营销推动李宁年轻化改革。**李宁与人民日报、红旗汽车等品牌合作打造怀旧情怀，与 GAI、Rice Ross 合作利用明星流量效应，与 XLARG 合作追随潮流，在提高销量的同时也提高了品牌调性。签约华晨宇为明星代言人，开启明星带货时代，借助明星效应挖掘粉丝经济，拓展潜在市场提升产品知名度。**3）高端营销，屡登国际时装秀重塑品牌国际化、时尚化、年轻化形象。**李宁先后五次登上国际时装周，将中国李宁等系列产品引入国际舞台，将中国元素与运动潮流完美融合，掀起国潮的同时重塑品牌现象，品牌知名度大幅提升。根据阿里研究院发布的《2020 中国消费品牌发展报告》中，李宁成为中国运动国潮引领品牌第一名和热销海外国货品牌第四名。未来有望借力国潮和运动服饰行业的景气赛道延续快速增长态势。

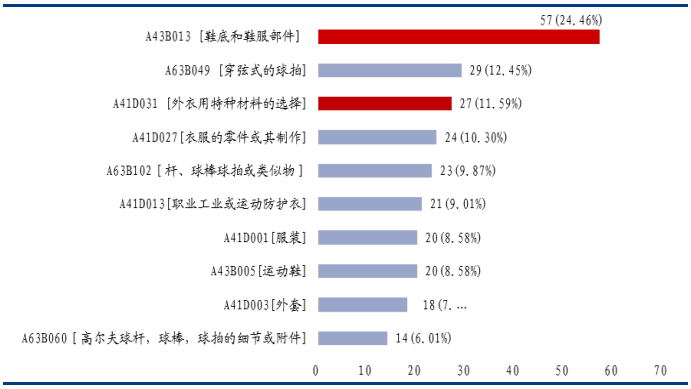
图表 43 多元营销方式

资料来源：站酷网、新浪体育、搜狐网、数英网、华创证券

4、品牌持续发展路径：科技筑基潮流添翼，九层之台犹可期

产品功能性+顶级营销资源构成行业核心壁垒，专业为基时尚赋能路线更为可持续，李宁及时认知加码布局，内部投入+外部合作下具备持续提升产品功能性的能力。我们之前对国际和国内运动服饰行业进行深度分析，认为国际龙头企业耐克和阿迪达斯产品功能性+顶级营销资源构成行业核心壁垒，**以“科技功能性+专业形象”为本，带动时尚休闲的路线更为可持续。**国内运动服饰企业已认识到产品科技属性与品牌专业形象的重要性，纷纷布局构筑核心壁垒，龙头安踏和李宁相对领先。运动服饰产品的科技属性主要集中在运动鞋鞋中底上，其次表现在鞋面和服装面料上。从李宁申请的发明专利和实用新型专利数据来看，鞋底和鞋跟部件占比最高，达 24.46%，外衣用特种材料占比 11.59%；李宁的多品类战略使得其在运动器械领域也有涉猎，穿弦式的球拍占比 12.45%。诸多专利申请的背后是大量的研发投入，李宁于 1998 年建立国内首家服装与鞋产品设计开发中心，2004 年设立香港设计研发中心，2008 年在美国波特兰建立的设计中心投入运营，目前李宁核心设计中心位于北京集团总部，致力于高层次人才梯队建设与科技研发。除了提升自主研发的能力，李宁还积极寻求技术合作以提高研发质量与效率，与中国人民解放军总后勤部军需装备研究所、武汉汉麻生物科技有限公司、清华大学、上海大学等科研机构、高校进行合作共同申请专利。近年来李宁的科技研发费用持续提升，加码产品功能性的建设和品牌专业形象的提升。**李宁核心壁垒性竞争力不断强化，为品牌升级并进一步扩大规模夯实基础。**

图表 44 李宁发明与实用新型主要应用领域



资料来源：刘婧、程凯芳：《李宁 VS 安踏：体育用品专利技术竞争情报研究》、华创证券

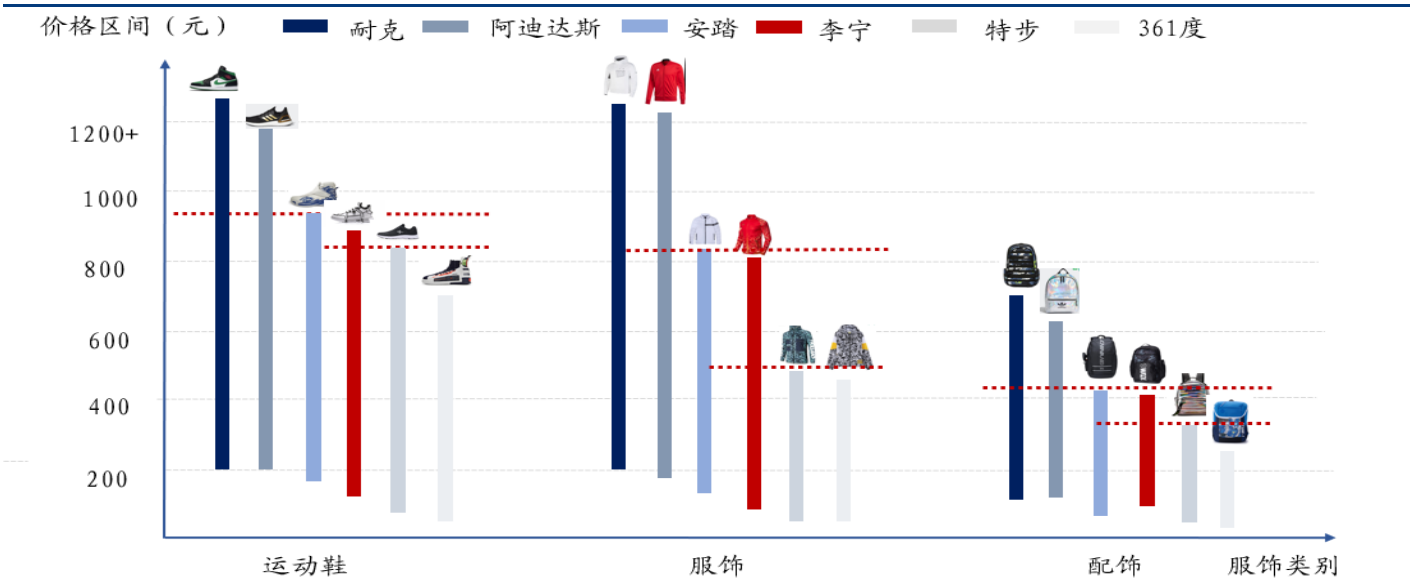
图表 45 李宁运动科学研究中心

资料来源：搜狐网、华创证券

文化自信是支柱，潮流文化融入是关键，性价比优势突出，国潮趋势有望持续。探究国潮兴起的原因，国潮是传统文化与时下潮流的融合，经济实力提升下文化自信的提升是核心，与时俱进融入潮流文化是关键。在我国经济实力增强、国际地位提升的背景下，国民对中华传统文化的认同感增强，进而影响消费观，产品中融入的中国传统文化

元素受到市场欢迎，对国产品牌期待层次更高，推动国产品牌意识的增强。国潮中受益的品牌不仅融合传统文化元素，也应用了国际化的设计理念，赋予传统国货潮牌气质，改变国货老气、低端的固有印象，迎合消费者独特张扬的消费需求。同时，逐渐成为消费主力军的 90 后新生代消费者更加理性，不再一味追求国际大牌，更加看重性价比。就运动服饰行业而言，相比国际名牌耐克和阿迪达斯，本土品牌价格更加亲民。本土品牌产品定位国内大众，产品性价比优势突出。**随着我国经济实力和国际地位的持续提升，国产品牌有望通过对传统文化和时尚潮流的融合设计占位消费者心智，以产品性价比抢占市场并逐步试水高端市场，以李宁为代表的国内运动服饰品牌有望形成相对于国际名牌的相对优势从而持续受益。**

图表 46　各品牌价格对比



资料来源：天猫旗舰店、华创证券

品牌天然优势形成产品研发设计独特文化壁垒，李宁具备长期引领并持续受益国潮资质。创始人李宁在体坛的成就斐然，在 17 年的运动生涯中共获得 106 枚金牌，为国争光、不懈奋斗的体操王子形象深入人心，使得李宁品牌出世便具备天然优势和独特文化，具备浓重的国产色彩和文化。2008 年李宁点燃奥运火炬成为一代人的记忆，从此李宁与中国紧密联系起来，品牌影响力空前。2019 年李宁赞助国庆阅兵群众方阵服装，进一步拉升品牌高度丰富品牌内涵。李宁品牌天然的运动基因、独特的企业文化使得其与民族精神紧密相连，具备品牌价值与深挖潜力。李宁持续发力科技研发与潮流掌控，精准营销深化国潮影响力。在功能性与设计力的加持之下，李宁具备长期引领国潮的资质，未来有望持续受益国潮趋势和运动服饰行业的景气赛道。

图表 47 李宁先生的体坛成就斐然

资料来源：搜狐网、东方体育文化网、华创证券

图表 48 李宁担任奥运主火炬手&赞助国庆阅兵方阵

2008年北京奥运会李宁担任主火炬手　　赞助2019年国庆阅兵群众方阵

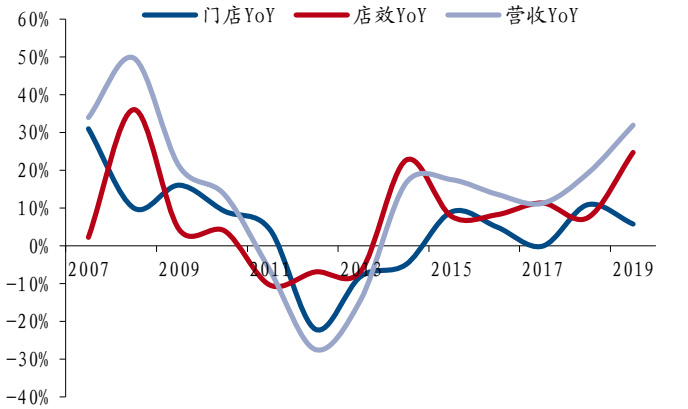
资料来源：搜狐网、华创证券

（三）渠道升级：渠道精耕求极致，零售升级再扬帆

1、前期积淀：多渠道协同优化，精细化提升店效

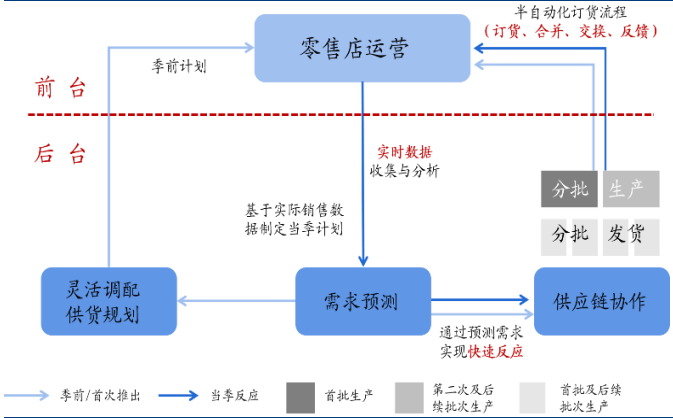
前期积淀：经销渠道快速扩张实现国内市场充分覆盖，精细化管理提升店效成为摆脱困境重归增长的主逻辑，李宁前期经验丰富小有成果。1993 年李宁率先在全国建立特许专卖营销体系，四年后建立全国性的零售网络，后续通过开拓分销体系迅速抢占国内市场，2004 年上市至 2009 年，门店复合增速达 24.6%，门店总数曾高达 7249 家，其中 80%的门店布局在二三线城市。分类型看，经销门店占比 94.55%，直营门店占比 5.45%，经销渠道占据绝对主导地位。行业危机期间，李宁认识到渠道精细化管理的重要性，推行零售改革，增加直营占比，2012-2014 年关闭低效经销门店 1379 家，新增直营门店 571 家，店效逐步转向正增长，零售运营能力有所提升。2012 年李宁启动建设快速反应零售业务平台，由以前的订货会订购模式转向“有指导性的订货+快速补货+快速反应”的零售主导订货模式，打造更加灵活的供应链和物流系统，强化对经销商的采购指导与终端快速反应能力。截至 2014 年底，零售业务平台在所有直营门店及部分经销商门店投入使用，ERP 覆盖率超 80%，强化了对终端门店数据的实时掌控。李宁经过十余载的发展，实现了对国内市场的充分覆盖；前期零售改革路径正确，精细化管理与信息化布局较早，符合行业未来发展趋势，占据先发优势，为李宁后续复苏提供条件。

图表 49 门店、店效、营收增速对比（%）



资料来源：wind、华创证券

图表 50 零售业务平台



资料来源：公司公告、华创证券

深化改革实现渠道全覆盖，高效大店策略稳步推进。李宁回归后管理层趋于稳定，延续零售改革正确路径并不断深化多渠道布局。2015 年起李宁带领渠道团队陆续拜访百联、广百、大润发等商超集团，达成多项渠道合作协议，加强购物中心、核心商业区等优质渠道布局。**从渠道类型可将李宁门店分为高端直营大店、主力经销店和工厂店，各渠道差异化定位，实现对不同层级市场的有效覆盖，分工明确布局合理，优化渠道布局及库存结构，料将带动李宁持续增长。1）高效大店拉升品牌力。**“中国李宁”时尚店、韦德主题店、标杆店、旗舰店等高端大店树立品牌形象，增强品牌力与顾客黏性，主要分布于国内各大核心城市核心商业区，客流大即时消费能力高，设置专门运动顾问和时尚顾问提升服务水平。凭借高端定位品牌溢价较高，店效远超常规店，是推动营收增长的重要动力。2019 年公司优化高效大店运营标准，调整商品组货结构，以不断提升坪效。随着消费升级与品牌力的持续提升，预计高效大店发展前景良好。**2）主力经销店创造主要营收。**主力销售渠道为经销门店，定位大众覆盖高低城市层级市场，商场街边常规店铺、羽毛球专营店等快速拓展市场放量。2019 年以来经销商积极扩大店面，优化产品配给与布局，推动单店店效的提升。渠道以经销模式为主，2019 年经销商门店占总数的 68.3%，与上年度基本持平。**3）工厂店优化库存结构。**工厂店产品种类较多价格亲民，门店面积较大且装修简约，常分布于租金偏低的非核心商业区或街边。工厂店主要用于及时清销 12 个月以上的旧品，优化渠道库存结构。

图表 51　李宁“多渠道”形成差异化定位

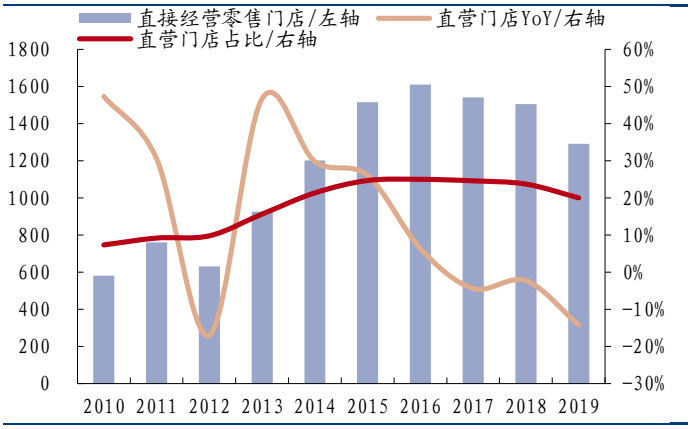
门店类型	主要分布	市场定位
高效大店	国内一、二线城市购物中心、核心商业区，客流量大，即时消费能力强	包括“中国李宁”时尚店、全品类标杆店、超大旗舰店等，定位高端时尚，采用直营模式，多维发力提升店效，增强品牌力与顾客黏性
主力经销店	国内各级城市商场、街边，客流量大	定位大众，门店数量较多，创造主要营收，产品种类齐全，覆盖客群较广
工厂店	国内各级城市商场、街边，客流量适中	产品价格亲民，主要用于清销，优化库存结构

中国李宁时尚店　全品类标杆店　旗舰店　经销店　工厂店

资料来源：搜狐网、赢商网、华创证券

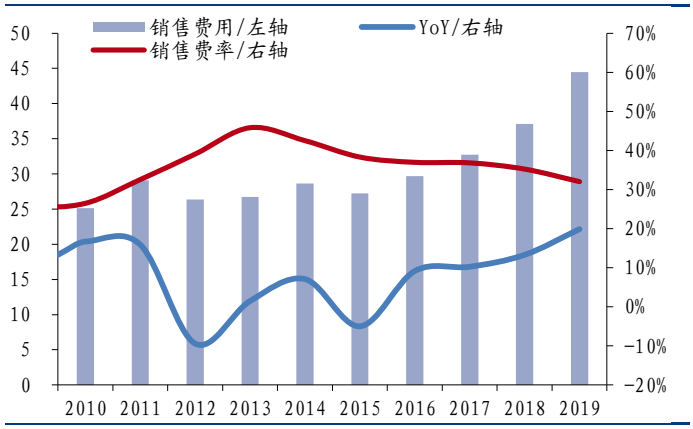
直营渠道接近市场优势突出，成本收益相互权衡及时调整门店数量，寻求最高经营效率。直营门店直接面对终端消费者，能够更快获取消费者反馈，强化公司市场感知能力与需求捕捉能力，便于公司针对性的改进，提高品牌满意度与顾客黏性。且李宁直营门店多为标杆店、旗舰店等高端大店，产品溢价较高，单店收入约为经销门店单店收入两倍，优势突出。2012 年起公司推进零售改革，为及时掌握终端零售情况逐渐增加直营门店占比，2012-2016 年直营门店数量增加 980 家至 1611 家，占比提升 15.2pcts 至 25%。直营门店常布局核心商圈，装修高端时尚，较高的人力资本与财务资本投入拉高了公司的销售费用率，且门店扩张速度较快精细化管理能力未能及时跟进，单店收入略有下降。为提升直营门店经营效率，2017 年起公司划转经销、关闭部分经营不佳的直营门店，节省管理投入，同时持续提升精细化管理水平，提高终端门店经营效率，店效稳步提升。未来李宁有望通过强化精细管理能力，持续提升直营门店经营效率。

图表 52　2010-2019 年直营门店情况（家，%）



资料来源：wind、华创证券

图表 53　2010-2019 李宁销售费用情况（亿元，%）



资料来源：wind、华创证券

整合渠道提升经销商队伍质量，多点发力提高终端零售效率，经销业务有望持续增长。2010 年面对行业寒冬，公司决定清除部分经营不良经销商、推动大小经销商之间的兼并整合销售渠道，提升经销商队伍质量；后随着经营复苏渠道持续渗透，叠加童装、高端时尚业务的推进，公司升级与经销商合作政策，提高给予经销商的发货折扣，吸引了一批优质经销商，合作提升零售渠道效率，增强市场覆盖质量。目前李宁的经销渠道共分为经销商、分销商两个层级，在经销商层级，又根据销售规模的不同划分为 4 个级别，层级精简结构清晰利于管理。截至 2019 年底，李宁共有 63 家经销商，较上年度增加 17 家；经销商门店数 5157 家，同增 6.6%。公司持续关闭亏损店铺，升级改造低效店铺，开大店关小店优化店铺结构；数字化应用改良门店产品布局、订货补货节奏等，提高终端零售效率；在订货会上引导经销商根据公司产品指导，并结合终端店铺情况进行订货，以期优化产品组合。2019 年经销商销售收入达 68.65 亿元，同增 39.87%，经销商信心持续增强，在 2019 年 12 月举办的 2020Q3 订货会上，李宁品牌产品订单按年录得 10%-20%中段增长。李宁注重单店商品运营管理效率提升，加强单店商品销售计划管理，未来有望借力优质经销商的高效经营，实现经销业务的持续增长。

图表 54　2009-2019 年经销商数量（家，%）

资料来源：公司年报、华创证券

图表 55　2017-2020 订货会情况

年份	Q1	Q2	Q3	Q4
2017	高单位数增长	高单位数增长	低单位数增长	中单位数增长
2018	高单位数增长	10%-20%低段增长	10%-20%低段增长	10%-20%低段增长
2019	高单位数增长	10%-20%低段增长	10%-20%低段增长	10%-20%中段增长
2020	10%-20%高段增长	10%-20%低段增长	10%-20%中段增长	暂无

资料来源：公司公告、华创证券

精细化管理提升店效，多维发力提高服务质量。国内运动服饰行业经过调整期逐渐走向成熟，铺开渠道放量增长的模式难以维持业绩稳步提升，精细化管理提高经营效率成为新时期增长点。李宁紧随时代发展趋势，吸取改革经验，加码布局终端零售管理。**优化门店设计以提升品牌形象：**公司积极推广 IT 系统的应用，提升终端门店的科技与国内外视觉营销公司合作进行设计门店形象，增加年轻店员身着时尚系列配合转型。**人才吸引内部培养强化运营管理水平：**李宁积极吸纳外界优秀人才，侧重人才的内部培养内部选拔，设置内部人才培养机制，超过 50%的人才通过内部培养。轮岗制培养零售运营人才，强化业务能力以提高精细化管理水平。**店员培训提高服务质量：**开发线上线下

一体化培训体系“宁学堂”等培训系统，提高店员的零售技巧、产品相关知识，以创造购买体验为导向，提振终端销售能力，推动店效提升。**加速会员整合扩展用户基数，**自 2013 年推出“宁聚”卡会员，会员量级和销量贡献持续提升。大数据的应用加速会员体系整合，丰富用户画像，为公司进行精准营销并不断扩展用户基数奠定基础。多维发力提高服务质量，实现精细化管理，店效表现亮眼。2019 年直营门店单店收入为 280.18 万元，同增 34.71%，经销商门店单店收入为 133.13 万元，同增 31.21%，在精细化管理的持续升级下，店效有望进一步提升。原优衣库 CEO 高坂武史的加入，将为公司注入新鲜的零售管理血液，持续提升精细化管理效率。

图表 56　李宁门店升级前后对比

资料来源：新浪网、搜狐网、华创证券

图表 57　各类型门店店效（万元/家，%）

资料来源：wind、华创证券。注：2017 年后李宁 young 门店数经测算并入经销直营门店中。

数字化门店敏锐捕捉顾客需求，提振终端销售能力。随着消费升级，顾客需求逐渐多样化，与互联网共同成长的 80、90 后成为消费主力，消费习惯发生改变，李宁决定由传统运营模式向以消费者为导向的数字化零售运营转型。李宁与阿里云合作完成线下数字化门店的改造，打造数字化决策平台。通过在终端门店布局独立访客、热力动线、商品触摸评估等数字化设备和后台计算系统，系统可以自动统计顾客在门店的逗留时长、行走路径、商品观看记录等信息，经“数字大脑”转化为顾客进店率、试衣率、购买转化率等核心指标，帮助公司掌握消费者偏好及潜在需求，从而更好地进行产品研发。在库存方面，构建云货架实现线上线下共享库存，辅助“销售方与发货方业绩双计”激励制度，李宁获得了额外约 5%的业绩增长。通过打造数据中台与业务中台，公司有效整合终端零售数据、商品运营数据、会员信息等信息，借力大数据对商品组货、区域布局、订货补货进行改良，提振终端销售能力。

图表 58　数字化门店

智能试衣镜　　产品推荐搭配

资料来源：容易网、华创证券

图表 59　数据中台自动检测与分析

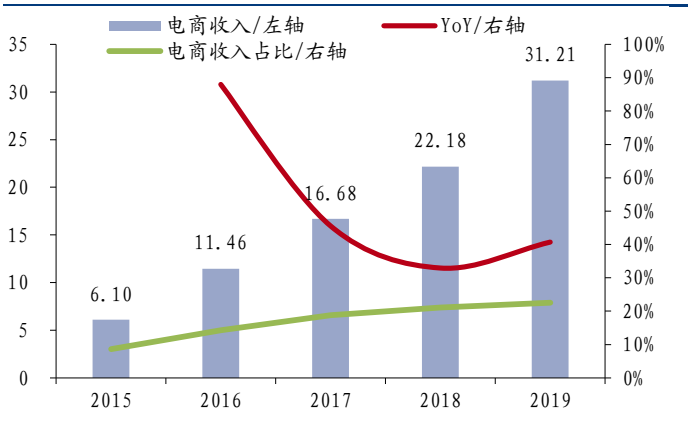
智能检测店铺周围热力分布　　数字大脑自动分析

资料来源：容易网、搜狐网、华创证券

全方位电商发力营销推广，线上线下联动助推收入提升。2008 年李宁成立电商事业部，成为第一批进驻天猫平台的品牌商。随后李宁紧跟电商发展趋势，加紧完善电商布局，打造李宁官方网店、微信小程序等自有电商平台，入驻天猫、淘宝、京东等大型传统电商平台，结合社会实际拓展拼多多等新型社交电商业务，构筑电商生态体系。迎合新零售公司积极拓展线上营销，借助抖音、小红书等新媒体平台进行内容营销，进军直播领域与李佳琦合作销售“溯”

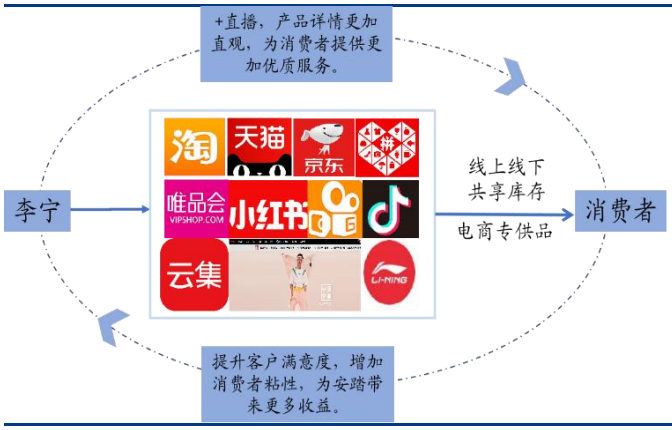
系列产品，同时开设健身课程挖掘潜在消费需求，品牌全年直播时长、观看人数、用户互动等处于行业领先地位。2019 年李宁持续打造电商专供的独立产品线“Counterflow--溯”系列，专注于中高价位的运动生活和中国文化特色鞋服，推出“璃”、“ALIEN 星际”等多款人气产品，拉动业绩持续增长。公司进行线上线下共享库存、联动合作以优化消费体验，线上下单门店取货、门店订货快递送家的灵活购物方式，为消费者带来全新的体验，极大挖掘了潜在的消费需求。未来李宁有望充分发挥线上线下协同优势，突破女性、童装等潜力市场，扩大消费群体深化品牌影响力。线上渠道持续拓展，带来电商收入的稳步提升，近年来电商收入占比呈上升态势，2019 年更是达到 22.5%，成为公司收入的重要来源之一。

图表 60　电商收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind、华创证券

图表 61　李宁电子商务平台模式

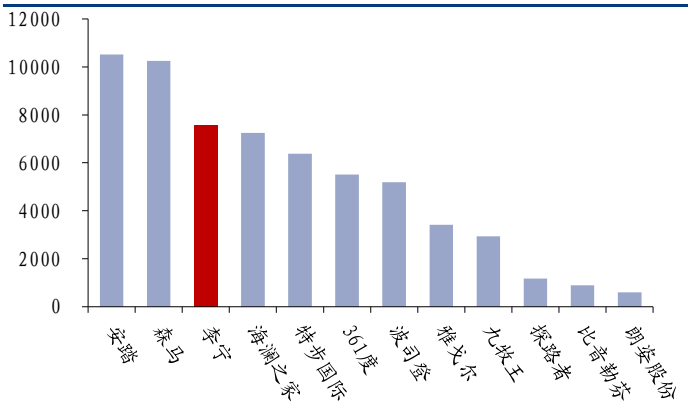


资料来源：李宁官网、华创证券

2、未来看点：高坂武史加盟追求极致，零售升级驱动增长

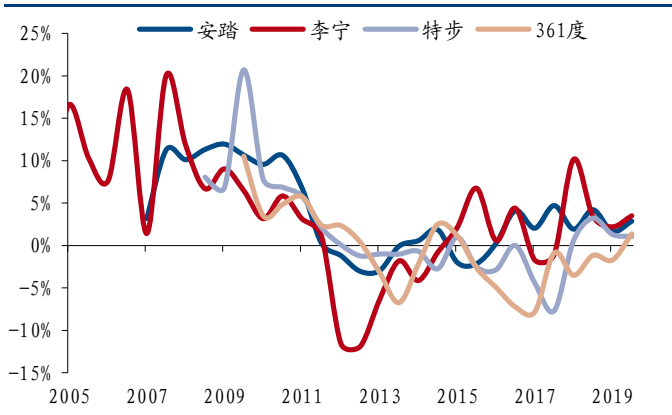
国内运动服饰品牌门店已实现充分覆盖和下沉，渠道发展已由增量阶段转为精细化管理阶段。经过 2000-2010 年期间的黄金时代，国内运动服饰行业品牌凭借高性价比产品和品牌优势以经销渠道迅速拓展市场渠道充分下沉，截至 2019 年，安踏/李宁/特步/361 度门店数量分别为 10516/7550/6379/5519 家，位居服饰行业前列。经过 2012-2014 年行业调整，快速扩张铺开渠道模式难以维持品牌长期发展，渠道发展重点由速度转向质量，精细化管理成为增长主逻辑。主要品牌商陆续关闭面积较小、经营不善的门店，严格控制门店的质量，行业渠道数量整体增速放缓，不断强化与经销商全方位合作进行精细化管理，提升店效驱动营收。

图表 62　体育服饰终端门店数行业领先（家）



资料来源：wind、华创证券。注：波司登为 2019 年 3 月数据。

图表 63　国内体育服饰门店数量增速放缓（%）



资料来源：wind、华创证券

前期快速发展初具成果，高坂武史带来优衣库运营管理丰富经验，李宁有望加速找到全新增长抛物曲线。李宁 1997 年就已建立全国性的零售网络，随后通过开拓分销体系迅速抢占国内市场。行业寒冬时期李宁到达增长拐点，持续

推进零售改革优化运营管理。2019 年公司任命具有 23 年零售运营经验的前优衣库 COO 高坂武史为 CEO，重点负责集团运营，李宁调任联席行政总裁把控公司整体策略，重点突出分工明确。高坂武史作为以运营管理能力闻名的优衣库前 COO，在精细化管理方面具有丰富的经验，曾带领韩国优衣库于 2018 财年创造了 80.71 亿元人民币的销售业绩，同比增加 10.9%，创历史新高。市场对高坂武史的加入持看好态度，高管任命消息发布伊始，股价大幅上涨。高坂武史有望为李宁注入全新运营管理血液，提升供应链渠道管理能力，李宁有望进入零售运营新时代，加速找到全新增长抛物曲线。

图表 64　高坂武史出任李宁 CEO

资料来源：新浪财经

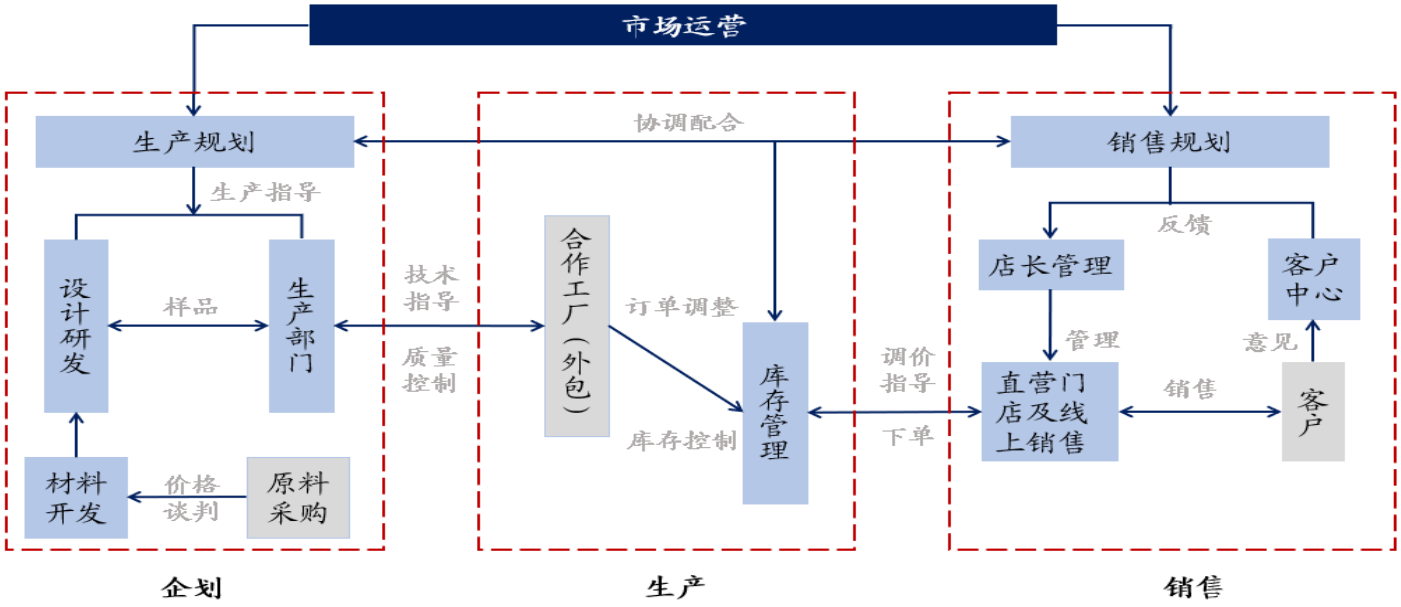
图表 65　高坂武史职业履历

时间	高坂武史履历
1996 年	毕业于日本关西学院大学；加入迅销有限公司（优衣库母公司），进入优衣库大阪店铺从店员做起
1997 年	升任大阪府泉大津店店长，曾于不同部门及多个亚洲地区工作，在供应链，产品和销售以及零售管理方面具丰富经验
2001 年	出任中国优衣库副总经理
2005 年	任中国优衣库首席运营官，后兼任优衣库台湾 CEO
2017 年	调任优衣库韩国 CEO
2019 年	9 月 2 日加入李宁集团，负责公司运营

资料来源：经理人网、牛选、公司年报、华创证券

优衣库采取 SPA 模式对全产业链进行精细化管理，推动店效稳步提升，对李宁具有较大参考借鉴意义。1）生产管理方面，注重产品质量与快速生产能力。优衣库将生产外包于上游优质原材料供应商、制造商，同时委派管理人员与熟练技术工人常驻以保证产品品质；设置专用生产线保证短期快速生产能力，提高抗风险性。**2）渠道方面，全直营强化终端掌控力。**公司采取全直营模式以获取实时销售数据把握市场动向，将分析结果及时反馈至生产、设计端进行调整，提升市场快速响应能力，打造柔性供应链。**3）终端管理方面，强化店长作用提振终端销售效率。**店长作为销售环节的最后一环，直接接触市场创造营收，重要性不容小觑。公司强化店长作用，推出“超级明星店长”制度赋予店长自主经营能力，激励终端销售人员提供更加优质的服务，从而创造更高营收。**4）库存管理方面，精细化管理优化库存结构。**考虑到时尚潮流的快速变化性，优衣库实行以周为单位精细化管理模式。通过研究上一周的销售情况，公司可以了解最新市场动态从而确定本周的销售及促销计划，进行精细化运营，商品售罄率较高。通过深挖单店销售潜力，优衣库持续提升店效，盈利能力稳健。

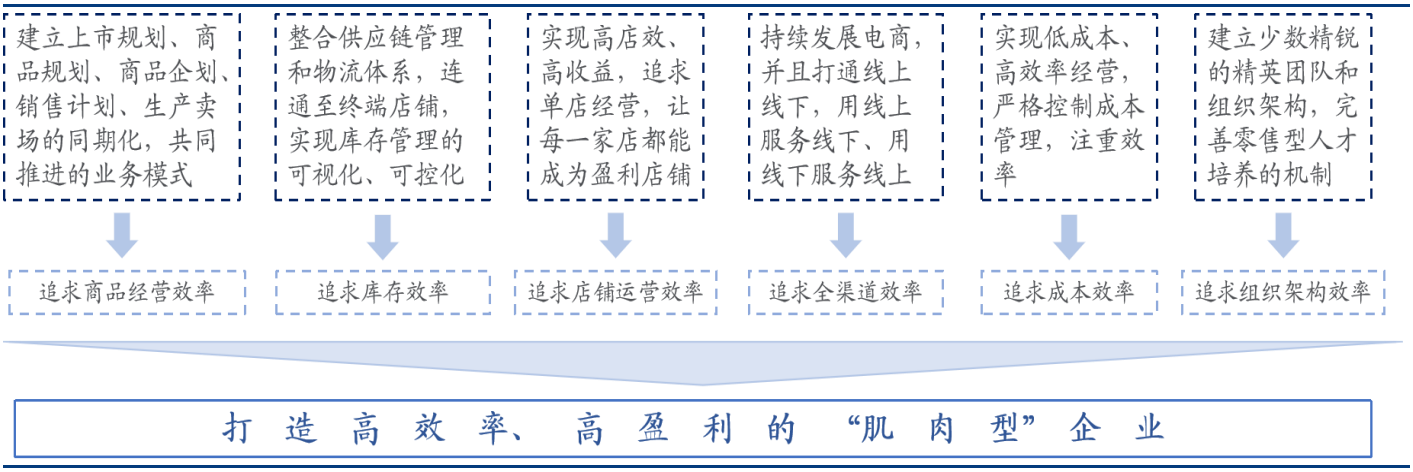
图表 66 优衣库 SPA 模式



资料来源：优衣库公司公告、华创证券

师长技优化运营管理，重效率打造肌肉型企业。高坂武史深谙行业效率至上的发展趋势，基于优衣库成功运营的经验，结合李宁的目前聚焦主品牌深挖品牌价值的战略，已定制出一套优化运营管理提升店效的发展方案。**渠道方面强化直营提升运营效率。**在李宁不断提升的品牌力与产品力加持下，单店业绩整体有所提高，但不同店铺之间发展参差不齐现象时有发生，单店销售潜力有待进一步挖掘。李宁计划建立可复制、高店效、高收益的单店经营和运营模式，将其复制到所有直营、经销商店铺中，深挖单店潜力提升运营效率。门店拓展方面，积极推进高效大店策略，强化一二线高层级市场的布局，拉升品牌形象支撑品牌溢价。**终端管理方面注重以消费者为导向。**李宁决心加快从批发到零售的业务转型，其关键转变是从“商品被动卖”变为“顾客想要买”，敏锐捕捉并满足顾客需求成为核心转变点。李宁将持续强化数字化门店布局，借助数据中台与特色供应链实现对市场多元化需求的预测与满足。同时通过优化店铺内部商品结构、制定更加灵活的销售计划和促销计划，公司有望全面整合店铺运营效率，实现店铺人员、商品、卖场效率最大化。**库存管理方面整合供应链渠道优化库存结构。**打通线上线下实现库存共享，整合供应链管理和物流体系，连通至终端店铺，实现库存管理的可视化、可控化，从而有效改良库存结构。**多重布局打造高效率、高盈利的“肌肉型”企业，李宁有望实现从批发到零售的业务转型，再度提升品牌力。**

图表 67 六大战略打造“肌肉型”企业



资料来源：新浪财经、华创证券

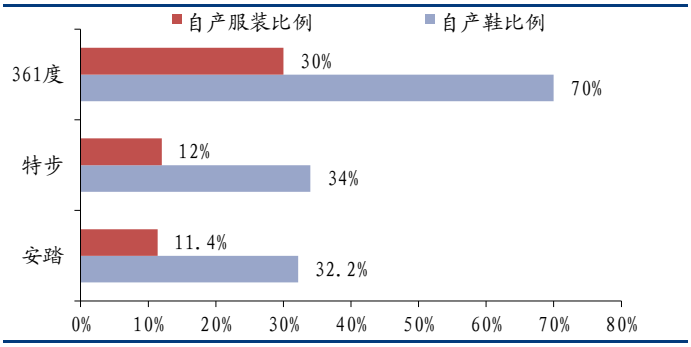
（四）运营提效：供应基地首自产，运营提效稳前行

首建供应基地提升自给能力，整合上游资源优化供应链效率。李宁自成立伊始将生产外包，专注打造品牌，现随着业务的快速增长与顾客需求的多样化，行业对专业产品和供应链快速反应的要求升高。为提升自有供应链快速反应能力，2019 年 5 月李宁在广西南宁供应基地正式启动，逐步整合上游资源，预计未来自产比例达三分之一。这一涵盖原材料、运动鞋、运动服装等研发制造集群化的供应基地，成为李宁生态活力体育产业园的重要组成部分，以创新驱动、高附加值的生产方式，增强李宁的优质产品稳定供应能力和对零售端的快速反应能力。

图表 68　李宁南宁供应基地

资料来源：搜狐网、华创证券

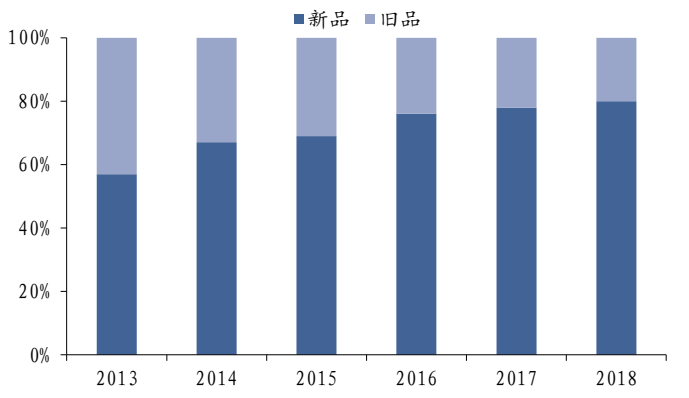
图表 69　2019 年安踏、特步、361 度自产鞋服比例（%）



资料来源：公司年报、华创证券

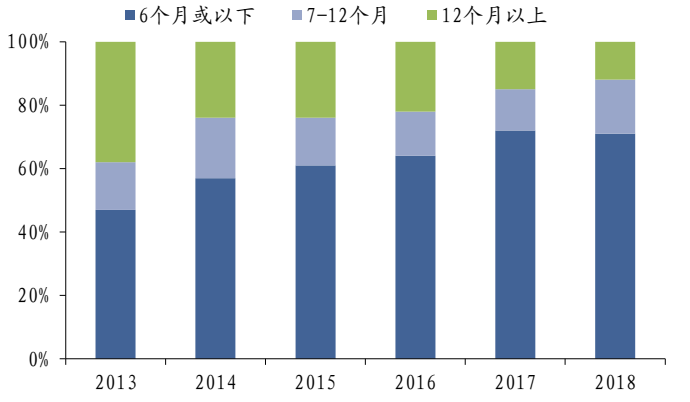
特色供应链模式弹性优势明显，信息化布局提高运营效率。李宁目前采用“有指导性的订货（A+）+快速补货（QR）+快速反应（QS）”的特色供应链模式，根据终端零售反馈实时预测市场需求并分配产品，实现补货、集中物流、交换和订单退货流程的自动化，有效改进经销商的订单指引和库存安排。以终端消费者需求为导向的供应链体系，反应快速弹性较强优势明显。通过锁定具备快速补货能力和推新能力的供货商，提升产品生产效率与质量，持续提升供应链快反能力。信息化布局强化终端零售掌控力，实现供应链与渠道的有效配合。1999 年引入 ERP 系统、推广自己开发的 MIS/POS 系统，李宁的信息化布局走在行业前端，对终端销售的及时掌控与流程规范，实现了零售管理的系统化与高效化。近年打造的零售中台与数据中台，有效实现数据的实时收集与自动分析，为产品生产、门店订货补货、物流配送等提供决策依据，全面提高供应链管理效率。在优质快反供应链模式护航下，李宁终端产品销售情况持续改善，新品销售占比提升至 2018 年的 80%；渠道存货结构得到极大优化，6 个月及以下新品占比提升，12 个月以上旧品占比大幅减少，2018 年较 2013 年减少 26pcts 至 12%。

图表 70　新旧产品零售额占比（%）



资料来源：前瞻产业研究院《中国体育用品行业发展前景与投资战略规划分析报告》、华创证券

图表 71　李宁渠道存货结构（%）



资料来源：前瞻产业研究院《中国体育用品行业发展前景与投资战略规划分析报告》、华创证券

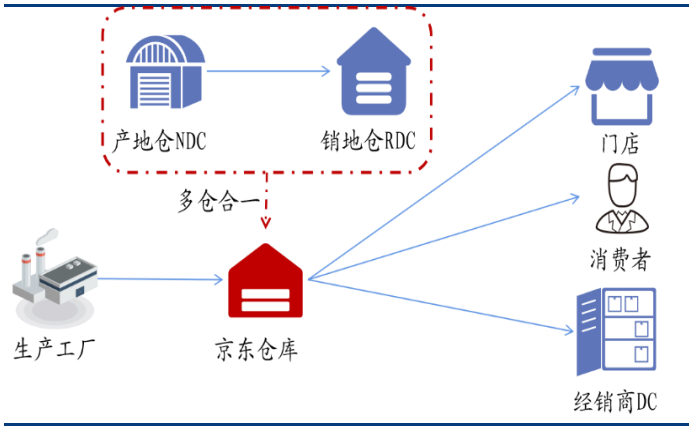
牵手京东强强联合优化物流体系，为 O2O 战略提供坚实后盾。电商的快速发展对企业物流供应链带来更高要求，精

准敏捷、柔性高效的物流体系成为李宁未来发展方向。2011 年李宁在其物流中心部署 Infor WMS 仓库管理解决方案，与公司的鞋/服工业园协同发展，满足服装物流需求，缩短物流响应时间、提高整体作业效率和准确率，实现公司的供应链一体化。在湖北荆门建立辐射全国的物流中心，强化对覆盖区域配送需求的快速响应能力。2018 年实现总仓向全国超 800 家门店的铺货直配，以及向超 1500 家门店的每周常青款滚动补货，实现较强的配送与快速反应能力。2019 年底，李宁京东牵手强强联合优化物流供应链，京东仓储物流供应链按需而变的经验助于李宁升级。过去李宁的供应链结构为工厂发货至各产地仓 NDC，再运输至销地仓 RDC，最后配送至经销商 DC、终端门店及 C 端消费者手中。与京东合作后，NDC 与 RDC 将被整合实现多仓合一（京东仓库），集中原有仓库的职能及库存，借助京东强大的配送体系向多元分销渠道供货。通过库存整合与共享，京东为李宁打通全渠道库存、全渠道订单及全渠道交付，借助数据中台与业务中台实现各门店之间的调货、补货，大大提高配送周转效率，为 O2O 战略的推进提供坚实后盾。

图表 72　李宁与京东合作

资料来源：搜狐网

图表 73　物流供应链升级



资料来源：公司公告、华创证券

结合李宁的创立背景、反转逻辑以及行业发展趋势，我们认为李宁的市场及产品定位逐渐清晰稳定，经营管理上由粗放到精细逐步成熟，发展历程中不断强化已有优势，同时积淀了深厚的经营管理经验方向渐明。具体来看：

1）品牌具备天然体育属性优势和差异文化内涵，具备持续深挖空间。李宁早期便树立品牌意识，加上李宁本人在体坛骄人的成绩及优渥的体育资源，使得公司在成立之初便有别于“晋江系列”鞋业。天然的品牌运动基因，让市场认可李宁并把李宁推向行业龙头地位；独特的品牌特色和记忆点，让李宁在复苏之际率先融入中国传统文化，走向时装周引领整个行业的国潮之风。在文化自信持续提升及公司持续聚焦战略下，李宁品牌文化仍具备持续深挖空间。

2）产品结构趋于清晰，功性能为基+时尚性赋能，产品力持续提升下方能充分释放品牌势能。李宁回归之后重新锁定中国市场，将产品分为篮球、跑步、羽毛球、训练以及运动时尚五大贴合人们日常生活的品类，并加码对产品科技属性这一行业核心壁垒元素的投入和布局，以研发中心、运动科学实验室和自由专业科技平台为支撑，通过跨界合作联名系列融入时尚元素和传统文化元素，坚持原创设计，在产品力提升的基础上充分释放品牌势能，形成独特且具备硬实力的产品 DNA。

3） 独特的职业经理人制度下优秀管理团队把关，渠道供应链变革贴合行业发展趋势，后续管理层磨合和执行落地是关键。李宁独特的职业经理人制度下，历代经理人凭借对体育的熟悉及专业的管理技能带领公司飞速成长。张志勇时代为公司发展的黄金时期，后期较早认识到产品升级和和年轻化的重要性，虽定位存在偏差但积累了宝贵经验；金珍君时代零售改革方向具备前瞻性，李宁先生回归后仍继续这一策略。2019 年公司新引入在供应链、产品和销售以及零售管理方面具丰富经验的高坂武史，公司运营效率提升下未来可期，后续管理层磨合和执行落地是关键。

四、未来增长点：大货稳健童装景气，中国李宁前景可期

在国内运动服饰行业高景气背景下，李宁持续深化零售改革释放品牌势能，营收有望保持良性增长。具体分品牌来看，李宁大货定位大众市场经营稳健，精细化管理下店效有望稳步提升；李宁 young 在童装高景气趋势下有望以产品品牌力受益；中国李宁根植文化引领潮流，对标斐乐拓展空间较大，发展前景可期。

1、李宁大货

疫情带来短期销售冲击，渠道精细化管理下释放品牌势能提升店效，业绩长期增长逻辑不改。受益于零售改革的稳步推进与品牌力的不断提升，李宁大货零售数据表现亮眼，2018-2019 年各渠道都呈现增长态势，其中 2019Q4 线下直营、经销更是呈现中高段增长，发展势头良好。2020 年 Q1 受疫情冲击线下门店经营不佳，直营、经销分别呈现 30%-40%中端下降、10%-20%高端下降；李宁开启全员零售加紧拓展抖音、小红书等线上渠道，催熟电商经济，电商渠道出现逆势 10%-20%的低段增长。李宁主要市场位于国内，受国外二次疫情影响较小，随着国内疫情得到有效控制，终端销售逐步复苏短期冲击有限。从中长期来看，李宁持续加大产品研发方面投入，拥有“李宁䨻”轻弹科技和李宁云减震科技等核心技术，深耕主品牌借力国潮引领方向，产品品牌力优势突出；同时不断优化供应链结构提升精细化管理能力，力主打造“肌肉型”企业，大店策略运营向好，品牌势能有望进一步释放提升店效，长期增长逻辑不改。

图表 74　销售点零售表现（不包括李宁 young）

销售点零售表现	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
零售流水	10%-20% 高段下降	30%-40% 中段增长	30%-40% 低段增长	20%-30% 低段增长	20%-30% 低段增长	10%-20% 高段增长	10%-20% 中段增长	10%-20% 低段增长	10%-20% 中段增长
线下渠道（含批发、零售）	20%-30% 低端下降	30%-40% 中段增长	20%-30% 高段增长	20%-30% 低段增长	10%-20% 高段增长	10%-20% 低段增长	10%-20% 中段增长	高单位数 增长	10%-20 低 段增长
零售渠道（直接经营）	30%-40% 中段下降	10%-20% 高段增长	10%-20% 低段增长	20%-30% 中段增长	10%-20% 低段增长	10%-20% 低段增长	10%-20% 中段增长	10%-20% 中段增长	20%-30% 低段增长
批发渠道（特许批发）	10%-20% 高段下降	30%-40% 中段增长	30%-40% 中段增长	高单位数 增长	20%-30% 低段增长	10%-21% 低段增长	10%-20% 低段增长	低单位数 增长	高单位数 增长
电子商务	10%-20% 低段增长	40%-50% 低段增长	50%-60% 低段增长	20%-30% 高段增长	40%-50% 低段增长	50%-60% 中段增长	30%-40% 低段增长	30%-40% 高段增长	30%-40% 高段增长

资料来源：公司公告、华创证券

2、李宁 YOUNG

打入童装赛道覆盖低龄段客群，产品&营销齐发力有望成为新兴增长点。国家生育政策以及体育产业促进政策利好儿童体育用品市场的不断扩大，童装赛道持续景气。2016 年李宁针对童装市场组建独立的童装事业部，对原有李宁 KIDS 进行品牌升级重塑推出李宁 young，定位 3-14 岁青少年大众市场，涵盖跑步训练、篮球足球和运动生活等三大核心品类，满足不同年龄段儿童的在多种运动情景的多样化需求。结合主品牌打造经验，李宁 young 发力产品端与营销端，持续提升品牌知名度。产品端把握儿童心智推出核心产品故事包，打造更加丰富的产品线，推出与长隆、迪士尼等儿童熟知的大 IP 联名款，赋予更多故事性以激发儿童兴趣与需求。产品功能性方面，充分利用李宁全线技术支持，将 refit 克伸展中底、防滑胶底、李宁云减震科技等技术应用于李宁 young 的产品中，提高运动性能提升产品力。营销端李宁举办“天生爱动”亲子嘉年华，在拉进亲子距离的同时提升品牌认可度；赞助“3+1 青少年篮球联赛”提升品牌专业形象。在产品营销双管齐下，品牌经营稳健，截至 2019 年门店覆盖 29 省共计 1101 家，经销商营收实现 40%的增长，业绩表现亮眼。

图表 75　李宁 young 产品结构

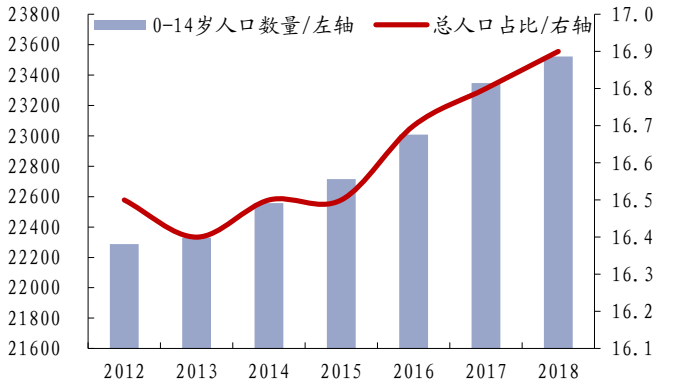
资料来源：公司官网、天猫旗舰店、华创证券

图表 76　李宁 young 多元营销方式

资料来源：搜狐网、贤集网、天猫旗舰店、华创证券

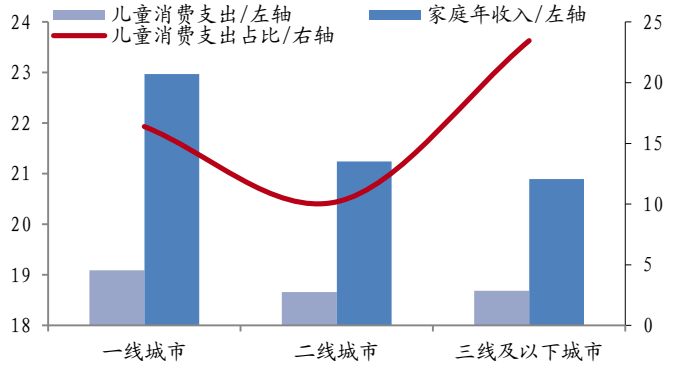
童装赛道持续景气，李宁 young 有望成为营收扩张新动力。与男女装相比，国内童装行业起步较晚，目前尚处于成长期。在二孩政策、消费升级以及童装消费占比提升的趋势下，儿童人数及占比稳步提升，2018 年 0-14 岁人口占比近 17%，各线城市儿童消费占比约 10%-25%，童装行业市场需求迅速增长，近年我国童装行业销售规模持续扩大，行业成长空间较大。我国童装行业市场集中度较低，单个品牌市场占有率均较低，国内童装市场形成了“大行业，小品牌”的竞争格局，利好新品牌进入和发展。近年李宁 young 门店数量持续增长，覆盖范围持续扩大，门店在原有经销体系基础上逐步向零售运营转变，门店类型逐步由经销转为直营以贴近市场强化终端掌控力，并开拓亲子核心区和专业童装新渠道引流，渠道布局稳步推进。**凭借李宁已有产品研发能力、营销资源和供应链渠道等优势，李宁 young 或将持续提高市场占有率，成为营收扩张新动力。**

图表 77　0-14 岁人口数量及占比（万人，%）



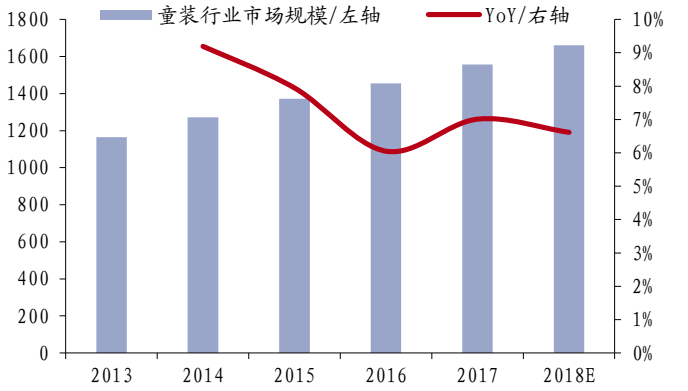
资料来源：国家统计局、华创证券

图表 78　不同级别城市家庭育儿支出（万元，%）



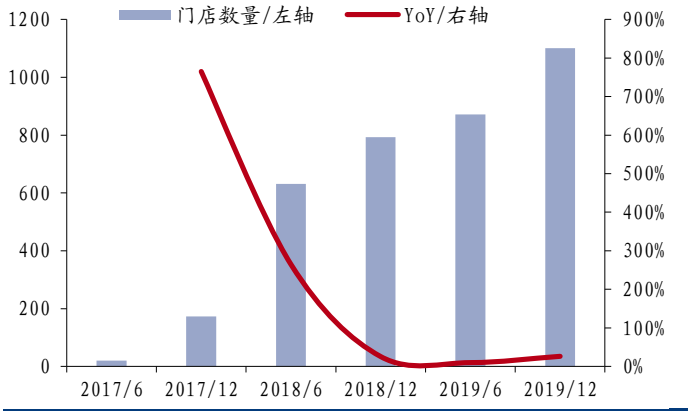
资料来源：腾讯数据实验室《2018 中国少儿家庭洞察白皮书》、华创证券

图表 79 中国童装市场销售规模及增速（亿元，%）



资料来源：中商情报网《2018-2023 年中国童装行业市场前景及投资机会研究报告》、华创证券

图表 80 李宁 young 门店数量及增速（家，%）



资料来源：公司年报、华创证券

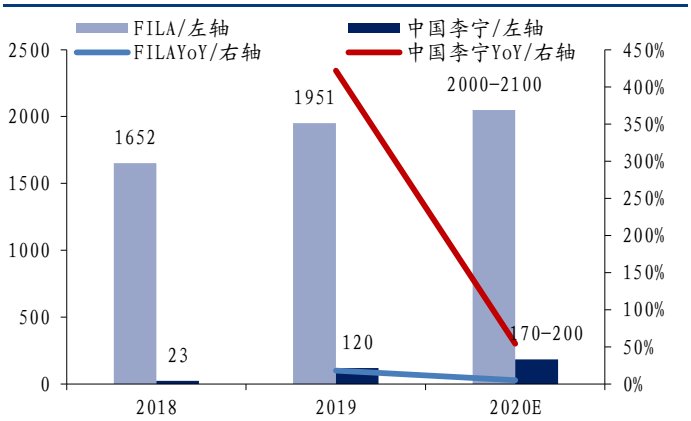
3、中国李宁

根植文化重新定义潮流时尚，潮流设计展现不凡创造力，对标斐乐拓展空间较大。中国李宁设立伊始便极具品牌辨识度，根植传统文化与中国元素，向内深挖民族精神，将国风潮流注入专业运动中重新定义潮流时尚，带来极高关注度。旗下产品贴近当前潮流风格与流行趋势，符合当前年轻一代消费者审美偏好，市场反响良好。市场上众多爆款产品的问世凸显出中国李宁设计团队不凡的创造力：将文字印花、大胆撞色、oversize、复古元素等当下热门元素融入产品设计中，推出与红旗、德邦快速、小猪佩奇等热门 IP 跨界联名款，有效提升产品购买率。2019H1 中国李宁服装系列总销量超过 520 万件，新品售罄率超过 60%，全年中国李宁产品线收入占比超过 5%，未来有望通过拓展线下渠道持续提升营收贡献度。中国李宁主打潮流时尚定位中高端市场，与 FILA 有异曲同工之处。相较于被安踏培育十年的 FILA，中国李宁 2018 年初创，培育时间较短，可类比斐乐的发展历程预估中国李宁的成长空间。截至 2019 年，中国李宁共有 120 家门店，远低于 FILA 的 1951 家，具有较大的拓展空间。公司预计在 2020 年继续扩张门店数量扩大覆盖范围，布局一二线核心商圈实现对目标客群的精准定位，推动业绩增长催熟品牌。

图表 81 中国李宁系列爆款产品

资料来源：李宁官方商城、华创证券

图表 82 FILA&中国李宁门店数量及增速（家，%）



资料来源：公司年报、赢商网、华创证券

五、品牌纵深乘风破浪，零售升级再起征程，首次覆盖给予“强推”评级

李宁通过品牌深耕路线实现重塑新生，在国潮持续、国内运动服饰行业景气的趋势下，其天然独特的品牌价值具备深挖空间，疫情过后有望通过更加精细化的零售管理充分释放产品品牌势能，实现店效稳步提升。因此李宁大货有

望保持稳健，李宁 young 和中国李宁有望借助童装和运动时尚的景气趋势实现快速培育。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 15.70、19.62、25.17 亿元，同比增长 4.7%、25.0%、28.3%，对应当前股价 PE 分别为 33、27、21 倍，考虑到公司品牌优势、各方面布局的完善以及零售渠道的持续升级，首次覆盖给予 2020 年 39X 即 29.94 港元/股目标价，并给予“强推”评级。

六、风险提示

疫情加剧行业竞争和库存压力；渠道零售改革效果不及预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	5,961	7,499	8,518	10,289
应收款项合计	726	900	1,206	1,511
存货	1,407	1,607	1,818	2,159
其他流动资产	445	450	504	540
流动资产合计	8,539	10,456	12,045	14,499
固定资产净值	1,039	1,286	1,515	1,766
权益性投资	1,057	775	812	843
其他长期投资	119	37	43	50
商誉及无形资产	1,175	802	602	488
土地使用权	72	70	69	67
其他非流动资产	547	415	715	715
非流动资产合计	4,008	3,385	3,755	3,928
资产合计	**12,547**	**13,841**	**15,800**	**18,427**
应交税金	610	600	550	500
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0	0	0	0
其他流动负债	2,756	2,908	3,272	3,778
流动负债合计	4,717	5,040	5,686	6,547
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	707	607	557	507
非流动负债合计	707	607	557	507
负债合计	**5,423**	**5,647**	**6,243**	**7,054**
归属母公司所有者权益	7,122	8,192	9,554	11,371
少数股东权益	3	3	3	3
所有者权益合计	**7,124**	**8,194**	**9,557**	**11,374**
负债和股东权益	**12,547**	**13,841**	**15,800**	**18,427**

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**3,503**	**2,129**	**2,738**	**3,359**
净利润	1,499	1,570	1,962	2,517
折旧和摊销	821	874	820	817
营运资本变动	1,539	(53)	116	220
其他非现金调整	-355	-261	-160	-195
投资活动现金流	**-573**	**-305**	**-1,233**	**-1,025**
资本支出	-686	-801	-890	-987
长期投资减少	-448	364	-43	-38
少数股东权益增加	0	0	0	0
其他长期资产的减少(增加)	560	132	-300	0
融资活动现金流	**-649**	**-287**	**-485**	**-563**
投资收益	343	200	100	90
股利分配	-358	-358	-369	-520
普通股增加	1,305	1,070	1,362	1,817
其他融资活动产生的现金流量净额	-1,938	-1,199	-1,579	-1,950

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**13,880**	**15,013**	**18,002**	**21,595**
主营业务收入	13,870	15,005	17,995	21,589
其他营业收入	10	8	7	6
营业总支出	**12,478**	**13,415**	**15,836**	**18,782**
营业成本	7,064	7,653	9,088	10,794
营业开支	5,413	5,762	6,748	7,988
营业利润	**1,402**	**1,599**	**2,166**	**2,813**
净利息支出	-54	-98	-86	-122
权益性投资损益	343	200	100	90
其他非经营性损益	-6	-6	-6	-6
非经常项目前利润	**1,794**	**1,890**	**2,347**	**3,018**
非经常项目损益	63	48	47	51
除税前利润	**1,857**	**1,938**	**2,393**	**3,070**
所得税	357	368	431	553
少数股东损益	0	0	0	0
持续经营净利润	**1,499**	**1,570**	**1,962**	**2,517**
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	**1,499**	**1,570**	**1,962**	**2,517**
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股东净利润	**1,499**	**1,570**	**1,962**	**2,517**
EPS（摊薄）	0.65	0.68	0.85	1.09

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	32.0%	8.2%	19.9%	20.0%
归属普通股东净利润增长率	109.6%	4.7%	25.0%	28.3%
获利能力				
毛利率	49.1%	49.0%	49.5%	50.0%
净利率	10.8%	10.5%	10.9%	11.7%
ROE	23.2%	20.5%	22.1%	24.1%
ROA	14.1%	11.9%	13.2%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	43.2%	40.8%	39.5%	38.3%
流动比率	181.0%	207.4%	211.8%	221.5%
速动比率	151.2%	175.6%	179.9%	188.5%
每股指标（元）				
每股收益	0.65	0.68	0.85	1.09
每股经营现金流	1.42	0.86	1.11	1.36
每股净资产	3.08	3.54	4.13	4.91
估值比率				
P/E	34.7	33.1	26.5	20.7
P/B	7.3	6.3	5.4	4.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。